

โครงการวิจัยเรื่อง

“นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์และอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่:
บทสำรวจองค์ความรู้และประสบการณ์”

Alternative Economic Policy under Globalization and Neoliberalism:

A Survey of Theory and Practice

นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์และ
อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่:

กรณีศึกษาว่าด้วยมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ
(*Capital Controls*)

โดย

ปกป้อง จันวิทย์

คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

เอกสารประกอบการเสวนาวิชาการเรื่อง

“นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์และอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่:
บทสำรวจองค์ความรู้และประสบการณ์”

จัดโดย กลุ่มศึกษาข้อตกลงเขตการค้าเสรีภาคประชาชน (เอฟทีเอ ว็อทซ์) / คณะกรรมการ
ประสานงานองค์กรพัฒนาเอกชนภาคเหนือ / สำนักข่าวประชาธรรม/ โครงการ Local talk

23 กรกฎาคม 2551

สารบัญ

สารบัญ	2
สารบัญตาราง	4
สารบัญแผนภาพ	5
ภาคที่ 1: บทนำ	
1. ‘สถาบัน’ ในกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ	6
2. อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ (Neoliberalism)	11
3. ฟันไปจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่	16
ภาคที่ 2: ฟันไปจากนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ	
4. วิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ	19
4.1 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ‘ใน’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	20
4.2 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ‘นอก’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	23
5. วิวาทะว่าด้วยการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) โดยบริษัทข้ามชาติ (MNCs)	36
5.1 FDI ‘ใน’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	36
5.2 FDI ‘นอก’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่	37
6. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ	42
6.1 ปรัชญาและเหตุผลของมาตรการ	42
6.2 นิยามของมาตรการ	46
6.3 ประเภทของมาตรการ	47
6.4 ประโยชน์และต้นทุนของมาตรการ	50
7. กรณีศึกษา: มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลี	54
7.1 ภูมิหลัง	55
7.2 วัตถุประสงค์	57
7.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ	58
7.4 ผลของมาตรการ	69

8. กรณีศึกษา: มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของประเทศไทย	79
8.1 ภูมิหลัง	80
8.2 วัตถุประสงค์	83
8.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ	83
8.4 ผลของมาตรการ	93
9. บทสรุป	103
บรรณานุกรม	110

สารบัญตาราง

ตารางที่ 1: การลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกาในภูมิภาคต่างๆ (ปี 2002)	35
ตารางที่ 2: เงินลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกา แยกตามกลุ่มประเทศต่างระดับรายได้ (ปี 2000)	35
ตารางที่ 3: พัฒนาการของมาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศของเทศชิลี และเหตุผลของการปรับเปลี่ยน	60
ตารางที่ 4: สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของชิลี ณ เดือนเมษายน 1999	62
ตารางที่ 5: รายได้จากมาตรการกันสำรองของเทศชิลี	65
ตารางที่ 6: ต้นทุนของมาตรการกันสำรองของเทศชิลี (ปี 1991-1997)	66
ตารางที่ 7: การปรับค่าเงินอ้างอิงทางการของเทศชิลี (ปี 1984-1997)	67
ตารางที่ 8: การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของเทศชิลี (ปี 1984-1999)	68
ตารางที่ 9: ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของเทศชิลี (ปี 1961-1997)	70
ตารางที่ 10: สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสู่หรือต่อ GDP ของเทศชิลี ในแต่ละช่วงเวลา	75
ตารางที่ 11: ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของเทศมาเลเซีย (ปี 1990-1998)	82
ตารางที่ 12: พัฒนาการของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของเทศมาเลเซีย	88
ตารางที่ 13: สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซีย ณ วันที่ 1 เมษายน 2004	91

สารบัญแผนภาพ

แผนภาพที่ 1: ผลของปัจจัยเชิงสถาบันต่อพฤติกรรมและผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ	7
แผนภาพที่ 2: กรอบความสัมพันธ์ใน โลกเสรีนิยมใหม่	10
แผนภาพที่ 3: ประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรอง (ปี 1991-1998)	64
แผนภาพที่ 4: ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของประเทศชิลี (ปี 1985-1997)	71
แผนภาพที่ 5: เงินไหลเข้าสู่สุทธิและองค์ประกอบที่สำคัญ ของประเทศชิลี (ปี 1983-1996)	75
แผนภาพที่ 6: กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (ปี 1997-2000)	94
แผนภาพที่ 7: กระแสเงินทุนสุทธิของประเทศมาเลเซีย แยกตามประเภท (ปี 1990-2002)	95
แผนภาพที่ 8: การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซีย (ปี 1995-2002)	96
แผนภาพที่ 9: ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (มิ.ย. 1998 ถึง พ.ค. 1999)	99

นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์และอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่:

กรณีศึกษาว่าด้วยมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls)¹

ปกป้อง จันวิทย์²

ภาคที่ 1: บทนำ

1. ‘สถาบัน’ ในกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ

โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ (Economic Globalization) เป็นปรากฏการณ์สำคัญของโลกในปัจจุบัน และส่งผลกระทบต่ออย่างมหาศาลในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็นมิติทางเศรษฐกิจ การเมือง สังคม วัฒนธรรม และเทคโนโลยี ทั้งในระดับปัจเจกบุคคล ประเทศ ภูมิภาค และโลก

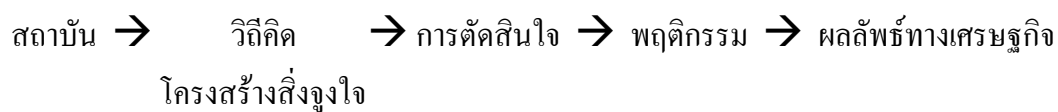
ลักษณะของโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจคือ การที่เศรษฐกิจของแต่ละประเทศมีปฏิสัมพันธ์เชื่อมโยงกันอย่างแยกไม่ออก พึ่งพิงกันและกันสูง และต่างหลอมรวมเศรษฐกิจตนเข้าเป็นหนึ่งเดียวกับเศรษฐกิจโลกในระดับสูง ทั้งในแง่การค้า การลงทุน การเงิน แรงงาน เทคโนโลยี และวัฒนธรรม โลกเข้าใกล้ความเป็นเศรษฐกิจหนึ่งเดียวกัน (One Economy) มากขึ้นเรื่อยๆ อุปสรรคและการกีดกันทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มลดต่ำลง การดำเนินธุรกรรมทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศเป็นไปโดยเสรี สะดวก รวดเร็ว กว้างขวางทั่วโลก มีลักษณะข้ามชาติ (Transnationalism) และเป็นไปตามเวลาจริง (Real time) โดยมีพัฒนาการของเครือข่ายเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ กล่าวโดยสรุป เศรษฐกิจโลก (Global Economy) มีลักษณะใกล้เคียงกับการเป็นระบบเศรษฐกิจเดี่ยวที่มีปฏิสัมพันธ์เชื่อมโยงกันภายใน หรือที่เรียกว่า Single Interdependent System

¹ เอกสารฉบับนี้เป็นเพียงฉบับร่างสำหรับใช้ประกอบการสัมมนาเท่านั้น กรุณางดเผยแพร่และอ้างอิงโดยปราศจากความเห็นชอบจากผู้เขียน หากผู้อ่านมีข้อเสนอแนะหรือข้อวิพากษ์วิจารณ์สามารถติดต่อผู้เขียนได้ที่ pokpongi@econ.tu.ac.th

² ผู้เขียนขอขอบคุณคุณคุณศันท์ศิริ โฆษินทร์เดชา ผู้ช่วยวิจัย ที่ทำหน้าที่ได้อย่างดียิ่ง โดยเฉพาะการจัดทำข้อมูลในส่วนของกรณีศึกษาว่าด้วยประเทศชิลีและมาเลเซีย หากเนื้อหาของเอกสารฉบับนี้มีประโยชน์ประการใด ผู้เขียนขอมอบบุญกุศลทั้งหมดแด่ ค.ญ.เอติตา โฉมทองดี

ที่สำคัญ ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจทำให้เศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ในโลกเสมือนต้องอยู่ภายใต้ ‘กฎกติกา’ เดียวกัน ทั้งภายใต้กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น ข้อตกลงระหว่างประเทศ กฎหมายระหว่างประเทศ และกฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น แนวคิดในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ อุดมการณ์หลักทางเศรษฐกิจ ซึ่งกฎกติกาเหล่านั้นล้วนส่งผลในการกำกับพฤติกรรมทางเศรษฐกิจของปัจเจกบุคคล กลุ่มผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ รัฐบาล กลุ่มความร่วมมือทางเศรษฐกิจในภูมิภาค และองค์กรโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ โดยทำให้หน่วยเศรษฐกิจ (Economic Subject) แต่ละระดับเหล่านั้นมีวิถีคิด (Mode of Thought) คล้ายคลึงกันมากขึ้นเรื่อยๆ รวมถึงเผชิญโครงสร้างสิ่งจูงใจ (Incentive Structure) คล้ายคลึงกัน จนทำให้การตัดสินใจ (Decision Making) พฤติกรรม (Behavior) และผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Performance) เป็นไปในแนวเดียวกัน เนื่องจากล้วนตกอยู่ภายใต้ปัจจัยเชิง ‘สถาบัน’ ดังเช่น ระเบียบเศรษฐกิจระหว่างประเทศ อุดมการณ์ แนวคิด และค่านิยมส่วนรวม (Norm) ทางเศรษฐกิจที่เป็นมาตรฐานเดียวกันทั่วทั้งโลก

แผนภาพที่ 1: ผลของปัจจัยเชิงสถาบันต่อพฤติกรรมและผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ



นักเศรษฐศาสตร์สถาบันสนใจศึกษาว่า ปัจจัยเชิงสถาบัน (Institutional Factors) ส่งผลต่อพฤติกรรมทางเศรษฐกิจของหน่วยเศรษฐกิจในระดับต่างๆ อย่างไร และหลังจากหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ มีปฏิสัมพันธ์ร่วมกันแล้ว จะนำมาซึ่งผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจ (Economic Outcomes หรือ Economic Performances) อย่างไร ทั้งนี้ คำว่า ‘สถาบัน’ ในมุมมองของเศรษฐศาสตร์สถาบัน มิได้กินความแคบเพียง ‘องค์กร’ (Organizations) ดังเช่น กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund - IMF) ธนาคารโลก (World Bank) องค์กรการค้าโลก (World Trade Organization - WTO) เพียงเท่านั้น หากยังหมายรวมถึง ‘กฎกติกา’ (Rules of the Game) อีกด้วย³

‘กฎกติกา’ (Rules of the Game) ในทางเศรษฐศาสตร์สถาบัน หมายถึง โครงสร้างทางสังคม (Social Structures) หรือระบบของกติกาทางสังคม (Social Rules) ที่มีความยั่งยืนถาวร และส่งผลต่อปฏิสัมพันธ์ทางสังคม (Social Interactions) ทั้งในแง่การจัดโครงสร้างและการจัดวาง

³ รายละเอียดเกี่ยวกับ ระเบียบวิธี (Methodology) และทฤษฎี (Theory) ของสาขาวิชาเศรษฐศาสตร์สถาบัน โปรดดู Bowles (2004) และ Hodgson (2006) เป็นต้น

ความสัมพันธ์ (Structure) การสร้างข้อจำกัดและตีกรอบ (Constrain) และการหนุนส่งสนับสนุน (enable) พฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจ และปฏิสัมพันธ์ระหว่างหน่วยเศรษฐกิจ

‘กฎกติกา’ ในทางเศรษฐศาสตร์สถาบัน แบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่

(1) กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษรและมีความเป็นทางการ (Written / Formal Rules) เช่น กฎหมาย ความตกลง และพันธะสัญญาระหว่างประเทศ เป็นต้น

(2) กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษรและไม่เป็นทางการ (Unwritten / Informal Rules) เช่น อุดมการณ์หลัก วัฒนธรรม ค่านิยมส่วนรวม วิถีประวัติศาสตร์ เป็นต้น

‘อุดมการณ์’ (Ideology) เป็นกฎกติกาที่ไม่ได้ถูกเขียนไว้เป็นลายลักษณ์อักษร แต่มีอิทธิพลในการกำหนดวิถีคิดของผู้คน ซึ่งจะมีผลต่อเนื่องไปกำหนดพฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจ และปฏิสัมพันธ์ระหว่างหน่วยเศรษฐกิจด้วย ดังนั้น ‘อุดมการณ์’ ซึ่งเป็นที่ยอมรับกันทั่วไปอย่างสากล จึงทำหน้าที่ไม่แตกต่างจากกฎกติกาทางการที่บันทึกไว้เป็นลายลักษณ์อักษร ซ้ำยังอาจจะเข้มแข็งหนักแน่นและมีพลังอำนาจมากกว่าเสียอีก เพราะกฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษรอาจถูกฉีกหรือเปลี่ยนแปลงได้โดยง่าย แต่กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร ซึ่งสังคมส่วนใหญ่ยอมรับร่วมกัน ถูกฉีกไม่ได้ และเปลี่ยนแปลงได้ยาก เพราะหยั่งรากลึกกลงไปถึงระดับวัฒนธรรม ค่านิยม และความเชื่อของสังคม เช่นนี้แล้ว การเปลี่ยนแปลงกฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร ดังเช่น อุดมการณ์ จึงต้องใช้เวลาในการเปลี่ยนแปลง เรียนรู้ และวิวัฒน์ผ่านวิถีแห่งประวัติศาสตร์

ควรกล่าวด้วยว่า กฎกติกาที่ไม่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น อุดมการณ์ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงกฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษร อุดมการณ์สากลที่มีผู้คนนิยมเชื่อถืออย่างกว้างขวางมีพลังผลักดันทางสังคมให้ถูกบันทึกไว้อย่างเป็นทางการเป็นลายลักษณ์อักษร หากมีอุดมการณ์ใหม่แพร่หลายและเติบโตจนเป็นที่ยอมรับกันทั่ว กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษรอาจมีการเปลี่ยนแปลงตาม หรือในทางกลับกัน กฎกติกาที่เป็นลายลักษณ์อักษร เช่น กฎหมาย อาจส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงอุดมการณ์ได้ด้วยเช่นกัน หากสามารถบังคับใช้อย่างมีประสิทธิภาพ จนสามารถเปลี่ยนแปลงความเชื่อ ค่านิยม และพฤติกรรมเดิมของหน่วยเศรษฐกิจได้จริงตามประสงค์แห่งกฎหมาย

ด้วยกรอบการวิเคราะห์แบบเศรษฐศาสตร์สถาบันดังที่ได้กล่าวมาพอสังเขป ทุก ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ ที่ผุดบังเกิดขึ้นในโลก จึงมิได้เกิดขึ้นลอยๆ อย่างบริสุทธิ์ผุดผ่องและเป็นกลางโดยไร้รากไร้ที่มา หากแต่ทุก ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ ล้วนมี ‘อุดมการณ์’ แฝงอยู่เบื้องหลัง และคอยทำหน้าที่ค้ำยันสร้างความชอบธรรมและหนุนสร้างความสำเร็จให้แก่ตัว ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ นั้น ซึ่งเมื่อ ‘ปรากฏการณ์’ หรือ ‘ระบบ’ มีความชอบธรรม ขยายตัว และเข้มแข็งขึ้น ‘อุดมการณ์’ เบื้องหลังดังกล่าวก็จะยิ่งแพร่กระจาย เติบโตใหญ่ และเข้าครอบครองความคิดและจิตใจของผู้คนในวงกว้างขึ้นเรื่อยๆ จนกลายเป็นอุดมการณ์หลักที่เป็นสากล

‘โลกาภิวัตน์’ และ ‘โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ’ จึงไม่ได้เป็นแค่ ‘ปรากฏการณ์’ ที่เกิดขึ้นโดยธรรมชาติ (Natural) ซึ่งมักจะเกิดขึ้นด้วยตนเอง และมีความเป็นกลางในตัวของมันเอง (Neutral) หรือเป็นผลลัพธ์จากพฤติกรรมหรือปฏิสัมพันธ์ของหน่วยเศรษฐกิจย่อยๆ อย่างมีอาจบังคับทิศทางได้และมีอาจควบคุมได้ (Emerging Events) เพียงเท่านั้น แต่ในปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ มี ‘อุดมการณ์’ ทำงานอยู่เบื้องหลังด้วย ทั้งนี้ ‘อุดมการณ์’ เบื้องหลังมีส่วนในการค้ำยันสร้างความชอบธรรมและหนุนเสริมให้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจคงอยู่ ขยายตัว และเข้มแข็งขึ้น ในขณะเดียวกัน ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็งขึ้นก็มีส่วนหนุนเสริมให้ ‘อุดมการณ์’ ดังกล่าวเข้มแข็งขึ้นตามไปด้วย การส่งผลกระทบระหว่างกันในลักษณะ Dialectic Determinism⁴ เช่นนี้จะดำเนินเรื่อยไปอย่างไม่หยุดนิ่ง และทำให้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและ ‘อุดมการณ์’ ดังกล่าวต่างก็เข้มแข็ง ขยายตัว เป็นที่ยอมรับ และส่งอิทธิพลเหนือหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ ในสังคมเศรษฐกิจโลกมากขึ้นโดยลำดับ

ความสัมพันธ์ระหว่างปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและ ‘อุดมการณ์’ ดังกล่าวเป็นแกนหลักที่ต้องทำความเข้าใจ หากต้องการศึกษาวิเคราะห์สภาพความเป็นจริงทางเศรษฐกิจและแก่นเนื้อหา (Essence) ของสังคมเศรษฐกิจโลกดัง ‘ที่เป็นอยู่’ ในปัจจุบัน รวมถึงการศึกษา ‘ที่มา’ (จากอดีต) และ ‘ที่ไป’ (สู่อนาคต) ของสังคมเศรษฐกิจโลก เนื่องจากความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นพื้นฐานที่ส่งผลกระทบต่อวิธีการผลิต (Mode of Production) ของสังคมเศรษฐกิจโลก ทั้งในแง่พลังการผลิต (Forces of Production) และรูปแบบความสัมพันธ์ทางสังคมและเศรษฐกิจของหน่วยเศรษฐกิจ (Social Relations of Production) วิธีการผลิตส่งผลกระทบต่อโครงสร้างส่วนบน (Superstructure) ของสังคมเศรษฐกิจโลก เช่น ระบบกฎหมาย ระบบความเชื่อ ระบบการเมืองการปกครอง ระบบการศึกษา ระบบการกล่อมเกลาและผลิตสร้างคนสู่สังคม (Socialization) ฯลฯ อีกต่อหนึ่ง ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ที่กล่าวถึงทั้งหมดล้วนมีลักษณะ Dialectic Determinism ทั้งสิ้น ดังแสดงไว้ในแผนภาพที่ 2

คำถามสำคัญก็คือ ‘อุดมการณ์’ ที่ทำงานอยู่ภายในปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์คืออะไร? มีแก่นเนื้อหาอย่างไร?

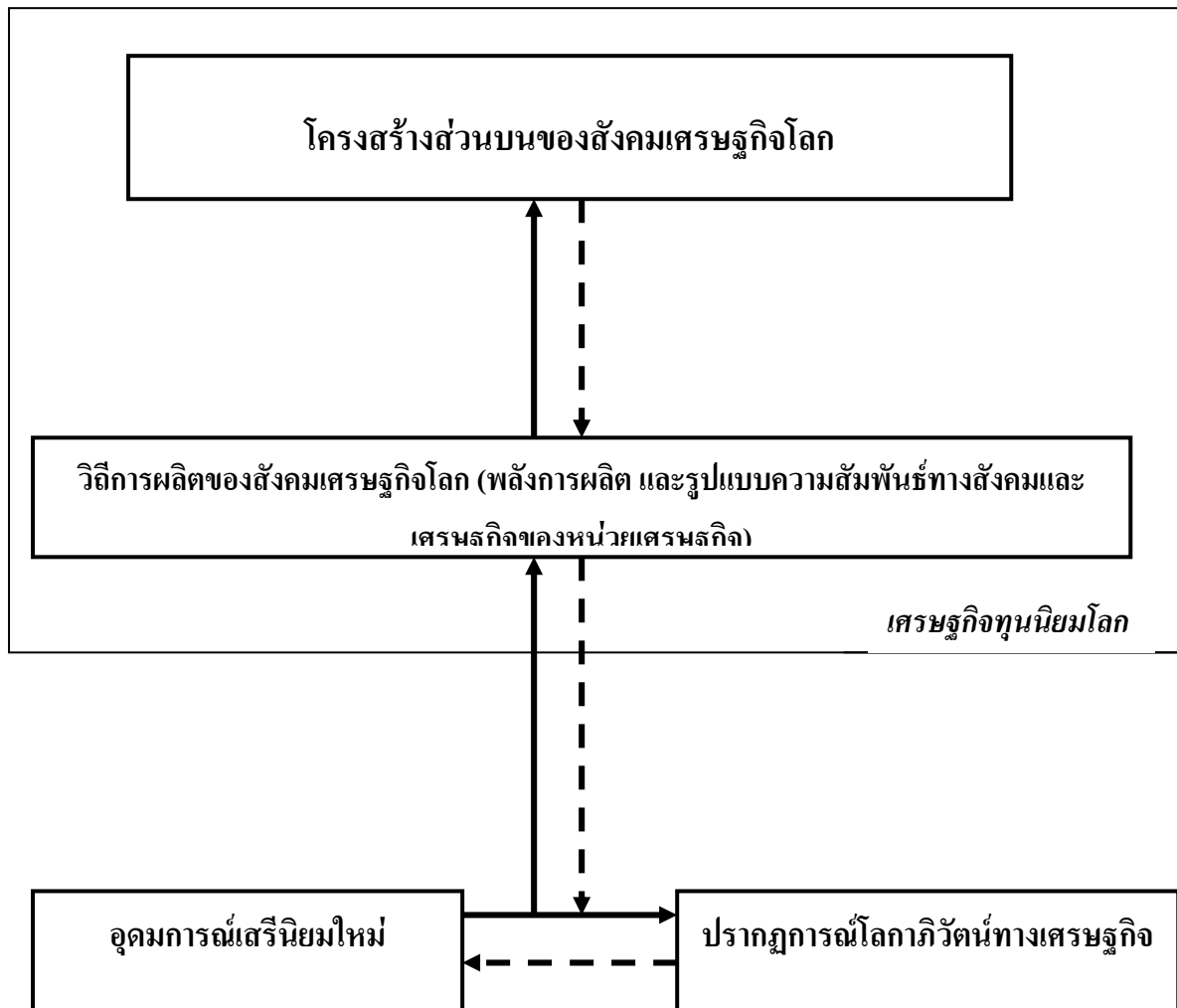
คำตอบก็คือ ‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ (Neoliberalism)

ดังจะได้อธิบายในส่วนต่อไป⁵

⁴ Dialectic Determinism คือความสัมพันธ์ในลักษณะที่ X เป็นเหตุซึ่งส่งผลกระทบต่อ Y และ Y ส่งผลกระทบย้อนกลับต่อ X โดยที่ผลของ X ต่อ Y เป็นพลังกำหนดหลัก และผลย้อนกลับของ Y ต่อ X เป็นพลังกำหนดรอง โดยปฏิสัมพันธ์ดังกล่าวดำเนินเรื่อยไปไม่หยุดนิ่ง จึงสร้างการเปลี่ยนแปลงภายในตัวระบบแบบไม่สิ้นสุด

⁵ งานเขียนชิ้นนี้ไม่ได้มุ่งตอบคำถามว่า ‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ มี ‘ที่มา’ จากไหน และมี ‘พัฒนาการ’ จากอดีตถึงปัจจุบันอย่างไร คำตอบต่อประเด็นคำถามดังกล่าว โปรดดู Harvey (2005) และ Osterhammel and Petersson (2005) เป็นต้น

แผนภาพที่ 2: กรอบความสัมพันธ์ในโลกเสรีนิยมใหม่



หมายเหตุ: จากแผนภาพที่ 2 ลูกศรเส้นเข้ม แสดงพลังกำหนดหลัก ส่วนลูกศรเส้นประ แสดงพลังกำหนดรอง

2. อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ (Neoliberalism)

‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ (Neoliberalism) เป็นอุดมการณ์ที่อยู่เบื้องหลังปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ ในฐานะปัจจัยที่ค้ำยันความชอบธรรมของปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ และหนุนส่งการเพิ่มระดับของความเป็นโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ รวมทั้ง ส่งผลต่อการตัดสินใจทางเศรษฐกิจของหน่วยเศรษฐกิจในระดับต่างๆ การผลิตสร้างนักเศรษฐศาสตร์และผู้กำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจผ่านระบบการศึกษาและระบบสื่อสารมวลชน การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาล แนวความคิดและกรอบนโยบายขององค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ โดยทำหน้าที่เป็น ‘สถาบัน’ หลัก ในการกำหนดวิถีคิดและกรอบความคิด จัดวางโครงสร้างความสัมพันธ์และโครงสร้างสิ่งจูงใจ เพื่อให้พฤติกรรมของหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ เป็นไปและสอดคล้องต้องตามปรัชญาและแก่นเนื้อหาของ ‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’

‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ เป็นชื่อที่นักวิชาการสายสังคมศาสตร์จำนวนมากใช้เรียกแนวคิดร่วมสมัยที่มีรากเหง้ามาจากอุดมการณ์เสรีนิยม (คลาสสิก) ((Classical) Liberalism) ซึ่งเชื่อมั่นในคุณค่าของระบบทุนนิยมตลาดเสรี (Free Market Capitalism) โดยที่รัฐบาลมีบทบาทในการแทรกแซงระบบเศรษฐกิจน้อยที่สุด ภายใต้ความเชื่อดังกล่าว ตลาดเสรีเป็นกลไกสำหรับจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจที่มีประสิทธิภาพที่สุด รัฐบาลไม่ควรเข้ามาบิดเบือนกลไกตลาด เช่น กำหนดราคาขึ้นสูงหรือราคาขั้นต่ำ แต่ควรปล่อยให้ตลาดทำหน้าที่โดยตัวของมันเองโดยมีข้อจำกัดและอุปสรรคกีดขวางในระบบน้อยที่สุด เช่น ไม่มีการกำหนดโควตาการผลิต ไม่มีการเก็บภาษีสินค้าขาเข้า ไม่มีการกีดกันการค้าและการลงทุนจากต่างประเทศ เป็นต้น ทั้งนี้ เพราะการแทรกแซงกลไกตลาดโดยรัฐจะทำให้สวัสดิการทางเศรษฐกิจ (Economic Welfare) ของสังคมส่วนรวมลดลง

ข้อสมมติพื้นฐานของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก หรือเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิก ซึ่งเป็น ‘ตัวแสดง’ ของอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่และเป็นพื้นฐานของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ คือปัจเจกบุคคลมีความเป็น ‘สัตว์เศรษฐกิจ’ (Homo Economicus) ซึ่งมีเหตุผลทางเศรษฐศาสตร์อย่างสมบูรณ์ (Economic Rationality) กล่าวคือ ปัจเจกบุคคลตัดสินใจเลือกโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดส่วนตัวเป็นสรณะ ภายใต้ข้อจำกัดที่ตนเผชิญ (Optimization under Constraints) เช่น พฤติกรรมของผู้บริโภคมีเป้าหมายเพื่อแสวงหาความพึงพอใจสูงสุด (Utility Maximization) ภายใต้งบประมาณที่มีจำกัด พฤติกรรมของผู้ผลิตมีเป้าหมายเพื่อแสวงหากำไรสูงสุด (Profit Maximization) ภายใต้เงินทุนที่มีจำกัด ทั้งนี้ ปัจเจกบุคคลตอบสนองต่อสิ่งจูงใจ (Incentives) ตระหนักถึงลักษณะความพึงพอใจ (Preferences) ของตน และสามารถจัดเรียงลำดับความพึงพอใจของตนได้อย่างคงเส้นคงวา

ฐานสำคัญของระบบทุนนิยมตลาดเสรีจึงอยู่ที่ความเชื่อมั่นในการตัดสินใจเลือกอย่างเสรีของปัจเจกบุคคล หากแต่ละคนมีพฤติกรรมในทางที่ทำให้ตนได้ประโยชน์สูงสุด สังคมส่วนรวมซึ่งหมายถึงปัจเจกบุคคลแต่ละคนบวกรวมกันก็จะได้ประโยชน์สูงสุดตามไปด้วย เสมือนหนึ่งมี ‘มือที่มองไม่เห็น’ (Invisible Hands) นำพาเศรษฐกิจไปสู่ระดับสวัสดิการทางเศรษฐกิจส่วนรวมสูงสุด โดยที่ไม่จำเป็นต้องมี ‘บุคคลที่สาม’ มาทำหน้าที่กำหนดว่า ใครจะผลิตอะไร ผลิตอย่างไร ผลิตเท่าไร และจัดสรรผลผลิตที่ได้อย่างไร

ทั้งนี้ การแสวงหาประโยชน์สูงสุดของแต่ละคนจะถูกถ่วงดุลซึ่งกันและกันจากสภาพการแข่งขันเสรีในตลาด จนได้ดุลยภาพ (Equilibrium) ที่ต่างฝ่ายต่างได้ประโยชน์จากการแลกเปลี่ยน (หรืออย่างน้อยไม่แย่ลงไปกว่าการไม่แลกเปลี่ยน) เช่น ผู้ผลิตไม่สามารถตั้งราคาสูงลิ่วได้ดังใจตนต้องการ เพราะผู้บริโภคก็จะหันไปซื้อสินค้าจากผู้ผลิตรายอื่นแทน ดังนั้น ราคาดุลยภาพที่ซื้อขายกันในตลาดจึงเป็นราคาของผู้ผลิตและผู้บริโภคต่างได้รับประโยชน์หรือส่วนเกิน (Surplus) จากการแลกเปลี่ยน นั่นคือ ผู้บริโภคซื้อสินค้าในราคาที่ต่ำกว่าหรือเท่ากับราคาสูงสุดที่ยินดีซื้อเสมอ และผู้ผลิตขายสินค้าในราคาที่สูงกว่าหรือเท่ากับราคาต่ำสุดที่ยินดีขายเสมอ มิเช่นนั้นการแลกเปลี่ยนอย่างสมัครใจก็ไม่เกิดขึ้น ด้วยตรรกะเช่นนี้ การแลกเปลี่ยนอย่างสมัครใจในระบบตลาดจึงไม่มีทางทำให้สวัสดิการทางเศรษฐกิจของสังคมส่วนรวมแย่ลง⁶

อีกฐานหนึ่งของระบบทุนนิยมตลาดเสรีอยู่ที่ความเชื่อมั่นในกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินส่วนบุคคล (Private Property Rights) การที่ปัจเจกชนมีกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินส่วนบุคคล สามารถสะสมทรัพย์สิน ใช้ประโยชน์และแสวงหารายได้จากทรัพย์สิน และซื้อขายเปลี่ยนมือทรัพย์สินได้ ย่อมสร้างแรงจูงใจให้คนทำงานหนักเพื่อยกระดับฐานะทางเศรษฐกิจ และผลิตคิดค้นนวัตกรรมใหม่ ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญของการเสริมสร้างความมั่งคั่งทางเศรษฐกิจและการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

กล่าวโดยสรุป อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่มีฐานรากอยู่ที่ระบบตลาดเสรี การตัดสินใจของปัจเจกบุคคล และกรรมสิทธิ์ส่วนบุคคล อีกทั้งให้ความสำคัญกับ ‘ประสิทธิภาพ’ ในกระบวนการผลิตและการแลกเปลี่ยนเป็นสำคัญ เหนือกว่า ‘ความเท่าเทียม’ ในกระบวนการแบ่งสรร และให้

⁶ แม้ว่าสวัสดิการทางเศรษฐกิจของสังคมส่วนรวมจะไม่ลดลงจากการแลกเปลี่ยนอย่างสมัครใจในระบบตลาดเสรีก็ตาม แต่อย่าลืมว่า สถานการณ์ที่มีคนหนึ่งได้ประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นจากการแลกเปลี่ยนไปทั้งหมดคนเดียว โดยที่คนอื่นไม่ได้ประโยชน์เพิ่มขึ้นเลย ก็เป็นกรณีหนึ่งที่เป็นไปได้เช่นเดียวกัน ดังนั้น ภายใต้อุดมการณ์ดังกล่าว แม้ระบบตลาดเสรีจะนำมาซึ่งประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (Efficient Allocation) แต่มีอาจนำพาความเป็นธรรมในการแบ่งสรรผลได้ที่เกิดขึ้น (Equitable Distribution) ประเด็นดังกล่าวสอดคล้องกับหลักคิดที่ Sen (2002) ใช้ประเมินคุณค่าของ ‘โลกาภิวัตน์’ นั่นคือ ประเด็นสำคัญไม่ได้อยู่ที่โลกาภิวัตน์ก่อประโยชน์สุทธิหรือไม่ คนจนมีสวัสดิการทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหรือไม่ แต่อยู่ที่มีการจัดสรรโอกาสและผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่ได้จากโลกาภิวัตน์อย่างเป็นธรรม เท่าเทียม และทั่วถึงเพียงใดต่างหาก

คุณค่ากับ ‘การแข่งขัน’ (Competition) เหนือกว่า ‘การสร้างความร่วมมือ’ (Coordination) ในฐานะ
บันไดสู่ระดับสวัสดิการทางเศรษฐกิจส่วนรวมที่สูงขึ้น โดยเชื่อมั่นว่าแรงกดดันจากการแข่งขัน
ในระบบตลาดเป็นสิ่งจูงใจให้ปัจเจกบุคคลต้องพัฒนากระตือรือร้นตัวเอง ให้ภาครัฐกิจต้องพัฒนาพลัง
การผลิต ให้ประเทศต้องสะสมทุนและพัฒนาเศรษฐกิจ เพื่อรักษาขีดความสามารถในการแข่งขัน
(Competitiveness) ของคนให้มีชีวิตรอดในเกมการแข่งขันของระบบทุนนิยมตลาดเสรี

‘อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่’ เป็นฐานเชิงอุดมการณ์ที่ผลิตสร้างชุดของนโยบายเศรษฐกิจที่
เรียกกันว่า ‘นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่’ (Neoliberal Economic Policy) หรือ ‘ฉันทมติแห่ง
วอชิงตัน’ (Washington Consensus) ซึ่งเป็นชุดของนโยบายเศรษฐกิจหลักของผู้กำหนดนโยบาย
เศรษฐกิจต่างๆ ทั่วโลกภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ และเป็นกรอบความคิดเชิงนโยบาย
ของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ในโลกนี้ ซึ่งมีพื้นฐานการศึกษามาทางเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก
หรือเศรษฐศาสตร์นีโอคลาสสิก

‘ฉันทมติแห่งวอชิงตัน’ เป็นศัพท์ที่ John Williamson ใช้เรียกชุดของนโยบายเศรษฐกิจเสรี
นิยมใหม่ ซึ่งวิวัฒนาการกลายเป็นข้อเสนอเชิงนโยบายหลักที่องค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ เช่น
กองทุนการเงินระหว่างประเทศ ธนาคารโลก เสนอต่อประเทศกำลังพัฒนา ทั้งในรูปของคำแนะนำ
การใช้เป็นเกณฑ์ประเมินผลงานด้านเศรษฐกิจ และการเป็นเงื่อนไขประกอบการขอกู้ยืมเงิน (Loan
Conditionalities) เพื่อปรับโครงสร้างเศรษฐกิจ หรือเพื่อเสริมฐานะทุนสำรองระหว่างประเทศ
ในช่วงวิกฤตการณ์การเงิน เป็นต้น องค์กรเหล่านี้มีสำนักงานใหญ่อยู่ที่กรุงวอชิงตัน ดีซี ประเทศ
สหรัฐอเมริกา ซึ่งก็เป็นประเทศที่มุ่งผลักดันข้อเสนอเชิงนโยบายดังกล่าวด้วยเช่นกัน และเป็น
เจ้าของคะแนนเสียงจำนวนมากในธนาคารโลกและกองทุนการเงินระหว่างประเทศในระดับที่
สามารถกำกับทิศทางได้ เพราะกติกาการลงคะแนนในองค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจเหล่านั้นไม่ได้
ยึดหลัก 1 ประเทศ 1 เสียง หากแต่คะแนนเสียงของแต่ละประเทศมีสัดส่วนตามเงินทุนสนับสนุนที่
ประเทศนั้นมอบให้องค์กร⁷ นอกจากนี้ ประเทศสหรัฐอเมริกายังเป็นฐานที่ตั้งสำคัญของ
สถาบันการศึกษาเศรษฐศาสตร์กระแสหลักหลายแห่ง ซึ่งมีส่วนผลิตสร้างฐานคิดและเนื้อหาของ
นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ และผลิตสร้างนักเศรษฐศาสตร์ที่สืบทอดอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่⁸
ชุดของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ประกอบด้วยนโยบายเศรษฐกิจหลัก ดังต่อไปนี้

⁷ กระทั่ง Rudi Dornbusch แห่ง MIT ยังเคยสรุปความสัมพันธ์ระหว่างกองทุนการเงินระหว่างประเทศกับรัฐบาล
แห่งสหรัฐอเมริกาว่า กองทุนการเงินระหว่างประเทศเป็นของเล่นของสหรัฐอเมริกาในการดำเนินนโยบาย
เศรษฐกิจภายนอกประเทศ อ้างอิงจากบทสัมภาษณ์ Joseph Stiglitz ใน Left Business Observer # 102, September
2002. URL: <http://www.leftbusinessobserver.com/Stiglitz.html>

⁸ โปรดดู Colander (2005) เป็นต้น

1. การเปิดเสรีทางเศรษฐกิจ (Economic Liberalization) โดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเสรีการค้า การเงิน และการลงทุน เพื่อให้กลไกตลาดทำงานอย่างเสรีและมีประสิทธิภาพ โดยไม่มีอุปสรรคกีดขวางการไหลเวียนของการค้า การเงิน และการลงทุนระหว่างประเทศ
2. การลด-ละ-เลิกการกำกับและควบคุมโดยรัฐ (Deregulation) โดยลด-ละ-เลิกบทบาทของรัฐในการเข้าแทรกแซงตลาด โดยจำกัดบทบาทของรัฐเหลือเป็นเพียงผู้ออกกฎกติกาและคุ้มครองดูแลรักษากฎกติกา ซึ่งไม่ขัดขวางการทำงานของตลาดและขั้นตอนเสรีภาพทางเศรษฐกิจของภาคเอกชน รวมถึงอำนวยความสะดวกและส่งเสริมบทบาทของภาคเอกชน
3. การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (Privatization) หรือการเพิ่มระดับความเป็นเจ้าของโดยเอกชนในสมบัติของสาธารณะ เช่น การให้บริษัทเอกชนเข้ามาประกอบกิจการที่เคยทำโดยรัฐวิสาหกิจ การกระจายหุ้นของรัฐวิสาหกิจเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ การยกเลิกการผูกขาดของรัฐวิสาหกิจแล้วเปิดโอกาสให้เกิดการแข่งขันกับบริษัทเอกชน เป็นต้น ทั้งนี้ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจเป็นความพยายามที่จะลดภาระของรัฐ เช่น ลดภาระด้านงบประมาณ ลดขนาดของภาครัฐให้เล็กลง โดยผลักภาระให้แก่ภาคเอกชนและตลาด เข้ามารับหน้าที่แทน ด้วยหวังว่าจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ⁹
4. การรักษาเสถียรภาพของระดับราคาในระบบเศรษฐกิจ (Price Stabilization) เป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคคือ การชำระอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำและสามารถควบคุมได้ ธนาคารกลางจำนวนมากเลือกใช้นโยบายกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting Policy) โดยประกาศระดับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายในแต่ละปีอย่างเปิดเผยและโปร่งใส และใช้เครื่องมือทางการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อบรรลุเป้าหมายดังกล่าว

นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ทั้งสี่ล้วนอยู่บนฐานคิดที่เชื่อมั่นในการตัดสินใจของปัจเจกบุคคล ระบบตลาดเสรี และกรรมสิทธิ์เอกชน ซึ่งล้วนเป็นเสาหลักของระบบทุนนิยม นโยบายหลักเหล่านี้เน้นสร้างบรรยากาศที่ส่งเสริมการค้าและการลงทุนของภาคเอกชน รวมทั้งเป็นมิตรต่อกระบวนการผลิตและการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ โดยรัฐบาลรับบทบาทเพียงตัวประกอบริมขอบ

⁹ เหตุผลที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักเชื่อว่า การแปรรูปรัฐวิสาหกิจนำมาซึ่งประสิทธิภาพในการบริหารจัดการ เนื่องจาก สมบัติของเอกชนมีความเป็นเจ้าของที่ชัดเจน แตกต่างจากสมบัติของรัฐ ซึ่งทุกคนเป็นเจ้าของจึงเสมือนไม่มีเจ้าของที่แท้จริง ภาวะดังกล่าวทำให้เกิดปัญหา ‘โศกนาฏกรรมของสมบัติสาธารณะ’ (Tragedy of the Commons) หรือการที่สมบัติสาธารณะซึ่งไร้ ‘เจ้าภาพ’ ในการดูแลรับผิดชอบมักจะถูกใช้อย่างเกินความจำเป็น และเหมาะสม

เวที แต่ให้ภาคเอกชน ทั้งผู้ผลิตภายในประเทศ และบริษัทข้ามชาติ (Multinational Corporations – MNCs) เป็นพระเอกและผู้เล่นหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

ปัจจุบัน ประเทศส่วนใหญ่ในโลกล้วนดำเนินนโยบายเศรษฐกิจภายใต้ ‘กฎเหล็ก’ ดังกล่าว และถูกประเมินความสำเร็จด้วยหลักเกณฑ์ที่ยึดโยงกับ ‘กฎเหล็ก’ แห่งเสรีนิยมใหม่ ทั้งนี้ ประเทศต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศกำลังพัฒนา ถูกกำกับทิศทางในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจอย่างเป็นทางการและไม่เป็นทางการ โดยองค์กรโลกบาททางเศรษฐกิจ บริษัทข้ามชาติ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) และประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ โดยมีคาถาที่ท่องไว้ในจิตใต้สำนึกว่า “หากต้องการ ‘ความเชื่อมั่น’ ของนักลงทุนต่างชาติ ต้องเปิดเสรี ลดการกำกับดูแลลดขนาดรัฐบาล ส่งเสริมภาคเอกชน แปรรูปรัฐวิสาหกิจ และคุมเงินเพื่อให้ต่ำ แล้วเงินต่างชาติจะไหลมาเทมา เศรษฐกิจชาติจะพัฒนาเติบโต”¹⁰

มายาคติโดยทั่วไปก็คือ หากประเทศไม่ดำเนินนโยบายในแนวทางเสรีนิยมใหม่อย่างเต็มรูปแบบจะประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ เงินทุนต่างชาติไม่ไหลเข้ามาลงทุน เงินทุนต่างชาติที่อยู่ในประเทศจะไหลออกไปลงทุนที่อื่น บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ ธนาคารโลกจะไม่ให้เงินกู้เพื่อปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ กองทุนการเงินระหว่างประเทศจะออกมาวิจารณ์ในทางเสียหาย ทั้งหมดนั้น เป็นการทำลายบรรยากาศอัน ‘น่าลงทุน’ ของประเทศ และทำให้กระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจหยุดชะงัก

ในด้านหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่มองว่า นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่เป็นเชื้อเพลิงของการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับกระบวนการไล่กวาดทางเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา เพราะการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ ทำให้ประเทศสามารถดึงทรัพยากรจากต่างประเทศ เช่น เงินลงทุนจากต่างประเทศ มาใช้ในการสะสมทุนในประเทศและเติมเต็มช่องว่างที่ประเทศมีเงินออมไม่เพียงพอต่อการลงทุน รวมถึงช่วยพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุน เพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมในระบบเศรษฐกิจ และช่วยสร้างงานสร้างรายได้

นอกจากนั้น เพื่อดึงดูดให้เงินทุนไหลเข้ามาลงทุนในประเทศ ประเทศจำเป็นต้องรักษาเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจให้เข้มแข็ง มีวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาค พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจและทักษะแรงงาน รวมทั้งปฏิรูปกฎกติกาในประเทศให้ทันสมัยและเป็นสากล นั่นคือ ประเทศจำเป็นต้องพัฒนาระดับตัวเองในทางที่ทำให้แลดู ‘น่าลงทุน’

กระนั้น ใ่ว่านโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่จะมีแต่แง่มุม

¹⁰ โปรดดู ตัวอย่างเช่น แดงการณัฎฐ์ฉบับที่สองของคณะปฏิรูปการปกครองในระบอบประชาธิปไตยอันมีพระมหากษัตริย์ทรงเป็นประมุข (คปค.) เมื่อวันที่ 25 กันยายน พ.ศ.2549 อ้างใน ปกป้อง จันวิทย์ (2549) “โปรดดูอ่านแดงการณัฎฐ์ฉบับที่ 2 อีกครั้งหนึ่ง” คอลัมน์มองข้ามมองขวา หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ ฉบับวันที่ 13 พฤศจิกายน 2549

อีกด้านหนึ่ง นักเศรษฐศาสตร์ทางเล็กลงตั้งคำถามต่อการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์หลายประเด็น ดังตัวอย่างเบื้องต้นต่อไปนี้

ประการแรก ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ไม่เป็นไปตามทฤษฎี ตัวอย่างเช่น ข้อมูลใน โลกแห่งความเป็นจริง พบว่า นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ไม่ได้ส่งผลต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในยุคเสรีนิยมใหม่ลดต่ำลงโดยเฉลี่ย ขณะที่ความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจต่างกว้างขึ้นทั้งระดับภายในและระดับระหว่างประเทศ

ประการที่สอง การเปิดเสรี โดยเฉพาะการเปิดเสรีการเงินและการลงทุนสร้างความไร้เสถียรภาพและความผันผวนแก่ระบบเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงภาคเศรษฐกิจจริง หลายกรณีจบลงด้วยการเกิดวิกฤตการณ์การเงิน วิกฤตการณ์เงินตรา และวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ซึ่งบั่นทอนการเติบโต ความมั่นคง และความยั่งยืนของระบบเศรษฐกิจ

ประการที่สาม นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ทำให้อำนาจต่อรองของแรงงานลดลงเมื่อเทียบกับนายจ้าง ทำให้แรงงานไม่สามารถยกระดับคุณภาพชีวิต และไม่ได้ส่วนแบ่งที่เป็นธรรมจากกระบวนการแลกเปลี่ยนในตลาดแรงงาน

ประการที่สี่ รัฐบาลมีความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจลดลง สามารถตอบสนองเป้าหมายทางเศรษฐกิจเพื่อผู้คนภายในประเทศโดยตรงได้น้อยลง ขณะที่ถูกตีกรอบให้ดำเนินนโยบายอยู่ในกฎเหล็กเสรีนิยมใหม่ และต้องคำนึงถึงปัจจัยภายนอกประเทศ เช่น ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ เพิ่มมากขึ้นเหนือประโยชน์ของคนในประเทศ

การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจทางเล็กลงที่เป็นอิสระหรือสวนทางจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่มีความยากลำบากใน โลกโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่มีอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ทำงานอยู่เบื้องหลัง ต้นทุนในการทดลองดำเนินนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกอื่นเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจและยกระดับมาตรฐานการครองชีพของผู้คนในเศรษฐกิจ และเพื่อป้องกันตัวเองจากความเสียด้านต่างๆ จากโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ มีราคาที่ต้องจ่ายสูงอย่างยิ่ง ท้ายที่สุด หลายประเทศต้องจำยอมถูกบังคับให้เดินตามกติกาเศรษฐกิจโลก ซึ่งถูกกำกับจากอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ อย่างมีอาจแข็งขันฝืนหันหลังกลับมิได้

3. หนีไปจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่

การพังทลายลงของกำแพงเบอร์ลินในปี 1990 การล่มสลายของสหภาพโซเวียตในปี 1991 และการเปลี่ยนแปลงในยุโรปตะวันออกในช่วงต้นทศวรรษ 1990 ส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจแบบที่

เรียกกันทั่วไปว่าระบบเศรษฐกิจสังคมนิยมหรือระบบเศรษฐกิจคอมมิวนิสต์ถึงทางตัน¹¹ ส่วนทาง
กับนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ที่บังคับใช้กันอย่างแพร่หลายทั่วโลกตั้งแต่ทศวรรษ 1980 โดยมี
ประธานาธิบดีโรนัลด์ เรแกน แห่งสหรัฐอเมริกา และนางมาร์กาเร็ต แทชเชอร์ นายกรัฐมนตรีแห่ง
สหราชอาณาจักร เป็น ‘ศาสดา’ คู่สำคัญ ผู้ผลิตสร้างความเชื่อที่ว่า ‘ไม่มีทางเลือกอื่นใดแล้ว’ (There
is no alternative.) ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจนอกเหนือจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่
ภายใต้ระบบทุนนิยมตลาดเสรีท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ

ชุดนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ถูกท้าทายน้อยมากจากนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกแนว
อื่น ทั้งที่มีนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่งผลิตคำอธิบายปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทาง
เศรษฐกิจและข้อเสนอเชิงนโยบายทางเลือกด้วยมุมมองที่แตกต่างไปจากนักเศรษฐศาสตร์นีโอ
คลาสสิก ซึ่งเป็น ‘มันสมอง’ ของอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ และทั้งที่หลายประเทศเลือกดำเนิน
นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกซึ่งแตกต่างหรือสวนทางจากชุดนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ หรือใช้
นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกประกอบกับนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ อย่างประสบความสำเร็จตาม
สมควร

เนื้อหาของงานเขียนชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการ ได้แก่

ประการแรก เพื่อสำรวจองค์ความรู้และทฤษฎีของแนวคิดเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่พ้นไป
จากแนวคิดเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ รวมถึงวิาทะระหว่างแนวคิดเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่และ
เศรษฐศาสตร์ทางเลือกในประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้อง

ประการที่สอง เพื่อศึกษาประสบการณ์ของประเทศที่นำนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกไปใช้
จริงในโลกที่เชื่อมกรากด้วยกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและมีอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่เป็น
อุดมการณ์กระแสหลักในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ

ทั้งหมดนี้ เพื่อเป็น ‘สิ่งยืนยัน’ ว่า ในซอกมุมเล็กๆ ของวงวิชาการเศรษฐศาสตร์ ยังมีนัก
เศรษฐศาสตร์ทางเลือก ที่ทำงานในแนวทางที่แตกต่าง ในซอกมุมเล็กๆ ของเศรษฐกิจโลก ยังมีบาง
ประเทศที่เลือกดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในแนวทางที่แตกต่าง

‘ทางเลือกอื่น’ ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจและการพัฒนาเศรษฐกิจ ยังพอมีหลงเหลือ
อยู่ในโลกใบนี้ และนโยบายเศรษฐกิจเหล่านั้นมิได้สร้างผลกระทบด้านลบแก่ระบบเศรษฐกิจ จนทำ
ให้เศรษฐกิจล้มเหลวหรือพังทลายลง ดังที่นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่หวาดกลัว ในทางตรงกัน

¹¹ กระนั้น นักวิชาการจำนวนหนึ่งโต้แย้งว่า ระบบเศรษฐกิจที่ใช้ในสหภาพโซเวียตและยุโรปตะวันออกบางส่วน
ยังมีระบบเศรษฐกิจสังคมนิยมหรือคอมมิวนิสต์ที่แท้จริง ตัวอย่างเช่น Resnick and Wolff (2002) เห็นว่า การ
ปฏิวัติโซเวียตในปี 1917 มิใช่การเปลี่ยนรูปแบบจาก ‘ทุนนิยม’ เป็น ‘คอมมิวนิสต์’ หากเป็นการเปลี่ยนรูปแบบ
จาก ‘ทุนนิยมเอกชน’ มาเป็น ‘ทุนนิยมโดยรัฐ’ เท่านั้น เพราะโครงสร้างชนชั้นแบบคอมมิวนิสต์มิได้ลงหลักปัก
ฐานแทนที่โครงสร้างชนชั้นแบบทุนนิยม เพียงแต่โครงสร้างอย่างหลังเปลี่ยนรูปแบบไปเท่านั้น มิพักต้องพูดถึงว่า
นิยามของคำว่า ‘สังคมนิยม’ และ ‘คอมมิวนิสต์’ มีความแตกต่างหลากหลายในวงวิชาการสังคมศาสตร์

ข้าม นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกเหล่านั้นกลับมีส่วนช่วยสร้างความเข้มแข็งและความยั่งยืนให้แก่ระบบเศรษฐกิจ และนำพาประเทศไปสู่การพัฒนาที่มีความอยู่ดีมีสุขของคนในประเทศเป็นเป้าหมายสุดท้าย

ทั้งนี้ การสังเคราะห์องค์ความรู้และประสบการณ์ในงานเขียนชิ้นนี้จะให้ความสำคัญกับแนวคิดและนโยบายเศรษฐกิจมหภาคทางเลือกที่เป็นคู่ตรงข้ามกับนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นสำคัญ โดยศึกษาวิเคราะห์ปรัชญา เหตุผล แก่นเนื้อหา ข้อถกเถียงเชิงทฤษฎีและเชิงนโยบาย และประสบการณ์ในการนำไปใช้จริง ของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls) โดยมีกรณีศึกษาตัวอย่าง เช่น มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าของประเทศชิลี และมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออกของประเทศมาเลเซีย

ภาคที่ 2: ฟื้นฟูจากนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

“โลกาภิวัตน์ในภาคการเงินเป็นสาเหตุสำคัญของความผันผวนไร้เสถียรภาพและความไม่
อาจคาดเดาทำนายได้ของเศรษฐกิจโลก ... การลดการกำกับควบคุมในภาคการเงินและการเปิดเสรี
บัญชีทุนกลายเป็นตัวทำนายที่ดีที่สุดของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนา”

รายงานว่าด้วยการค้าและการพัฒนาประจำปี 1998

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)

4. วิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ (Financial Liberalization) หรือการเปิดเสรีบัญชีทุน (Capital Account Liberalization) คือ การทำให้การทำธุรกรรมระหว่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ทางการเงิน เช่น หุ้น พันธบัตร เงินตราต่างประเทศ เงินฝาก เงินกู้ ตราสารอนุพันธ์ รวมถึงเงินลงทุน เป็นไปอย่างเสรีตามกลไกตลาด ลดการกำกับควบคุมโดยรัฐ ยกเลิกข้อจำกัดและกฎกติกาที่เป็นอุปสรรคต่อการเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศ ทั้งนี้ ให้รัฐทำหน้าที่เป็นเพียงผู้ดูแลและรักษากติกาของระบบ กล่าวคือ เป็นผู้กำหนดกฎกติกาเฉพาะเท่าที่จำเป็น ทำกฎกติกาให้มีความชัดเจนเปิดเผยทั่วกัน โปร่งใส และลดการใช้ดุลยพินิจของเจ้าหน้าที่รัฐในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นหัวใจสำคัญของนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ มีผลทำให้เงินทุนสามารถเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศได้อย่างเสรีโดยปราศจากข้อจำกัดด้านพรมแดน นักลงทุนสามารถเข้าไปลงทุนเพื่อผลิตสินค้าและบริการในประเทศอื่น เพื่อเข้าครอบครองเป็นเจ้าของบริษัทของประเทศอื่น หรือเพื่อซื้อสินทรัพย์ทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์และตลาดพันธบัตรของประเทศอื่น เป็นต้น

นโยบายดังกล่าวเริ่มได้รับการสนับสนุนจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศตั้งแต่ทศวรรษ 1980 และแพร่หลายอย่างสูงยิ่งนับแต่ต้นทศวรรษ 1990 เรื่อยมา โดยมีการปฏิวัติเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นพลังผลักดันสำคัญที่ทำให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนข้ามชาติเป็นไปได้จริง สะดวก และรวดเร็วตามเวลาจริง นอกจากนี้ ยังมีแรงผลักดันจากความต้องการแสวงหากำไรสูงสุดของกลุ่มทุนระดับโลกขนาดใหญ่ เช่น บริษัทข้ามชาติ กองทุนข้ามชาติ ซึ่งมุ่งแสวงหาแหล่งลงทุนที่ให้

ผลตอบแทนจากการลงทุนสูง กำไรดี และเผชิญต้นทุนทางเศรษฐกิจต่ำ เช่น ค่าจ้างแรงงานถูก หรือ ได้รับยกเว้นภาษีบางประเภทจากรัฐบาล

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศได้รับการสนับสนุนและผลักดันอย่างกว้างขวางในหมู่นักเศรษฐศาสตร์ กลุ่มทุนในประเทศและนอกประเทศ รัฐบาล ประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ และองค์กรโลกบาลทางเศรษฐกิจ ในฐานะบันไดสู่ความเจริญรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจของผู้รับทุนของผู้ลงทุน และของเศรษฐกิจโลก จวบจนกระทั่งปี 1997 เมื่อเกิดวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาคเอเชียตะวันออก นโยบายดังกล่าวจึงเริ่มถูกตั้งคำถามมากขึ้น ในฐานะ ‘ต้นเหตุ’ แห่งวิกฤตการณ์การเงิน ขณะที่ผลประโยชน์ของการเปิดเสรีไม่ได้เกิดขึ้นจริงอย่างเต็มที่เหมือนดังที่ทฤษฎีว่าไว้

เนื้อหาในส่วนนี้จะเป็นการสำรวจข้อโต้แย้งที่แวดล้อมนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เพื่อทำความเข้าใจแนวคิดและทฤษฎีที่อยู่เบื้องหลังความคิดของนักเศรษฐศาสตร์ 2 กลุ่ม โดยที่กลุ่มแรกสนับสนุนการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ส่วนอีกกลุ่มหนึ่ง ตั้งคำถามต่อนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

4.1 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ‘ใน’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่สนับสนุนการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ด้วยเหตุผลโดยสรุป ดังนี้¹²

1. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากร (*Allocative Efficiency*) ระหว่างประเทศ และทำให้สวัสดิการของเศรษฐกิจโลกดีขึ้น

ในด้านหนึ่ง การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศอย่างเสรีเปิดโอกาสให้ประเทศที่มีเงินทุนเหลือสามารถหาประโยชน์จากเงินทุนที่ตนมีอยู่อย่างเต็มที่ ด้วยการไปลงทุนในประเทศที่ขาดแคลนเงินทุน ตามทฤษฎีแล้ว การลงทุนในประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการลงทุนภายในประเทศซึ่งมีเงินทุนเหลือเพื่อ

อีกด้านหนึ่ง การปล่อยให้เงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยเสรีทำให้ประเทศที่ขาดแคลนเงินทุน เนื่องจากมีเงินออมภายในประเทศไม่เพียงพอต่อความต้องการลงทุน สามารถเข้าถึงแหล่งทุนภายนอกประเทศ โดยสามารถใช้เงินทุนจากต่างประเทศมาลงทุนเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจเพิ่มเติมจากเงินทุนภายในประเทศที่ขาดหายไปได้

¹² โปรดดู Kindleberger (1967), Gurley and Shaw (1967), Fisher and Reisen (1992), Mussa and Goldstein (1993), Eichengreen and Mussa (1998) เป็นต้น

ตลาดการเงิน (Financial markets) และสถาบันทางการเงิน (Financial Intermediaries) ทำหน้าที่เป็นสื่อกลางระหว่างผู้ขาดแคลนเงินทุน (ผู้กู้) กับผู้มีเงินทุนเหลือใช้ (ผู้ออม) การเชื่อมโยงตลาดการเงินระหว่างประเทศเข้าด้วยกันให้เป็นหนึ่งเดียว (Financial Integration) ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการทำหน้าที่ดังกล่าว ท้ายที่สุด ทั้งผู้กู้และผู้ให้กู้ต่างได้รับผลประโยชน์มากขึ้น มีสวัสดิการดีขึ้นทั้งคู่ รวมทั้งมีประสิทธิภาพ (Productive) เพิ่มขึ้นด้วย

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เชื่อว่า ตลาดการเงินระหว่างประเทศมีประสิทธิภาพ มีเสถียรภาพ และสามารถทำหน้าที่ได้อย่างสมบูรณ์ ในการจัดสรรทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุด ในโลกเสรีนิยมใหม่ การเชื่อมโยงเศรษฐกิจของประเทศเข้ากับเศรษฐกิจโลกผ่านการเปิดเสรีทางการค้าและการเงิน ทำให้ในหลายประเทศ การส่งออกกลายเป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่สุดของความต้องการใช้จ่ายรวมภายในประเทศ (Aggregate Demand) เนื่องการบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ อีกทั้ง เงินออมของต่างประเทศกลายเป็นแหล่งทุนที่สำคัญเหนือเงินออมภายในประเทศ แม้ด้านหนึ่ง ประเทศจะได้ประโยชน์จากการใช้ทรัพยากรภายนอกในการพัฒนาเศรษฐกิจ แต่อีกด้านหนึ่ง เศรษฐกิจของประเทศก็ต้องพึ่งพิงปัจจัยภายนอกมากขึ้นด้วย

2. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยสร้างงานและสร้างรายได้ให้แก่ประเทศผู้รับทุน ส่งผลให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Economic growth) สูงขึ้น รวมถึงเกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีไปยังประเทศผู้รับทุนด้วย

เงินทุนจากต่างประเทศถือเป็นเชื้อเพลิงสำคัญในการทำให้เศรษฐกิจเติบโต อีกทั้งช่วยผ่อนคลายข้อจำกัดในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่ขาดแคลนเงินทุน ทำให้การลงทุนไม่จำเป็นต้องพึ่งเงินออมภายในประเทศเท่านั้น หากหวังพึ่งพิงเพียงเงินออมภายในประเทศ อาจทำให้โครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงหลายโครงการไม่มีโอกาสได้เกิดขึ้น

เงินลงทุนจากต่างประเทศช่วยให้เกิดการจ้างงานภายในประเทศ ทำให้รายได้และทักษะของแรงงานในประเทศสูงขึ้น และเกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยีและเทคนิคการผลิตจากบริษัทข้ามชาติไปยังประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งช่วยเพิ่มผลิตภาพให้สูงขึ้น

ท้ายที่สุด การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ช่องว่างทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศพัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนาหดแคบลง ช่วยให้ประเทศกำลังพัฒนาสามารถไล่กวดทางเศรษฐกิจต่อประเทศพัฒนาแล้วได้

3. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยพัฒนาบริการทางการเงิน (Financial services) ในมิติต่างๆ

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ประเทศต่างๆ ทั่วโลกสามารถเข้าถึงบริการทางการเงินได้อย่างกว้างขวาง สะดวกรวดเร็ว และหลากหลาย อีกทั้งช่วยยกระดับคุณภาพของบริการทางการเงินให้สูงขึ้น ตัวอย่างเช่น

- ผู้ประกอบการในประเทศหนึ่งสามารถเข้าถึงบริการทางการเงินประเภทใหม่ที่ยังไม่มีให้บริการในสถาบันการเงินภายในประเทศ
- การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศสร้างแรงกดดันให้เกิดการแข่งขันในการพัฒนาบริการทางการเงิน ทำให้คุณภาพของบริการทางการเงินดีขึ้น
- การลดข้อจำกัดด้านการแลกเปลี่ยนเงินตราช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดเงินตรา
- การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศช่วยให้ระบบประกันความเสี่ยงดีขึ้น เพราะนักลงทุนสามารถถือสินทรัพย์การเงินของประเทศต่างๆ ได้อย่างกว้างขวาง หลากหลายขึ้น ทำให้ความเสี่ยงของระบบลดลง
- การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ธนาคารหรือผู้ประกอบการสามารถเข้าถึงแหล่งสินเชื่อราคาถูกลงจากต่างประเทศได้ ซึ่งช่วยลดต้นทุนในการประกอบกิจการ

4. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศสร้างแรงกดดันให้แต่ละประเทศต้องรักษาวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ (Policy Discipline) และพัฒนาเศรษฐกิจเพื่อดึงดูดนักลงทุนต่างชาติ

ประเทศกำลังพัฒนามักพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศในกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นไปด้วยความมุ่งหวังว่าสามารถเพิ่มแรงดึงดูดให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้าประเทศมากขึ้น ภายใต้กรอบนโยบายดังกล่าว ประเทศมีแรงจูงใจในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและพัฒนาเศรษฐกิจ เพื่อจูงใจให้ทุนต่างชาติเลือกเข้ามาลงทุนในประเทศของตน เช่น การรักษาอัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำ การรักษาวินัยทางการคลังและการเงิน การปฏิรูปกฎกติกาทางเศรษฐกิจให้ทันสมัยและเป็นสากล เป็นต้น

นอกจากนั้น หลายประเทศยังดำเนินนโยบายส่งเสริมการลงทุน โดยสร้างสภาพแวดล้อมที่เป็นมิตรกับนักลงทุนต่างชาติ เช่น การใช้มาตรการยกเว้นภาษี การจัดสร้างโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจในเขตพื้นที่ลงทุนหรือนิคมอุตสาหกรรม การลดการกำกับควบคุมตลาดภายในประเทศ โดยรัฐ การใช้นโยบายการค้าเสรี

ทั้งหมดนี้เพื่อดึงดูดให้นักลงทุน ‘เลือก’ ที่จะเข้ามาลงทุนภายในประเทศ และเพื่อรักษาอันดับความน่าเชื่อถือทางเศรษฐกิจของประเทศในสายตาของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญในการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติ โดยประเทศได้

ประโยชน์ทางเศรษฐกิจจากกระบวนการทำประเทศให้นำลงทุนและนักลงทุนมีความเชื่อมั่นไปด้วยพร้อมกัน

นักเศรษฐศาสตร์ที่ยึดมั่นถือมั่นในการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมองว่า แม้ว่าความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศจะลดน้อยลง เพราะต้อง ‘หมุนตามโลก’ และต้องคำนึงถึงปัจจัยภายนอกมากขึ้น แต่ประโยชน์ที่ได้รับกลับสูงกว่าต้นทุน เพราะเป็นการใช้แรงกดดันจากภายนอกประเทศ เช่น กองทุนการเงินระหว่างประเทศ มาช่วยป้องกันไม่ให้อำนาจดำเนินนโยบายในทางที่ขัดต่อความยั่งยืนทางเศรษฐกิจในระยะยาว เช่น การใช้งบประมาณขาดดุลเพื่อสร้างคะแนนนิยมทางการเมือง เป็นต้น

4.2 การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ‘นอก’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

แม้ว่านักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่จะสนับสนุนนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ แต่นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่งมองว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศสร้างปัญหาทางเศรษฐกิจหลายประการ โดยเฉพาะเมื่อประเทศเลือกดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศก่อนเวลาอันควร อันเนื่องมาจากปัจจัยเชิงสถาบันภายในประเทศยังไม่ถึงพร้อม หรือดำเนินนโยบายผิดขั้นตอน หรือแม้ประเทศมีความพร้อมเชิงสถาบัน และเศรษฐกิจมีโครงสร้างพื้นฐานที่เข้มแข็งก็ตาม การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศก็มีลักษณะธรรมชาติที่สร้างปัญหาโดยตัวของมันเอง และสร้างปัญหาให้แก่เศรษฐกิจที่เข้มแข็งอยู่แต่เดิมได้

หากกล่าวโดยสรุป เหตุผลของนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่ตั้งคำถามต่อการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ได้แก่¹³

1. ตลาดการเงินระหว่างประเทศไม่ได้มีประสิทธิภาพ เนื่องจาก มีปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์ (*Imperfect Information*) อย่างสูง และนักลงทุนไม่ได้เลือกตัดสินใจลงทุนระหว่างประเทศอย่างมีเหตุมีผลสมบูรณ์ ทำให้ระบบการเงินระหว่างประเทศเต็มไปด้วยความผันผวนไร้เสถียรภาพ ขณะที่ผลประโยชน์สุทธิตามคำทำนายของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักไม่ได้เกิดขึ้นจริง

ข้อสรุปของนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ที่ว่า ตลาดเสรีเป็นกลไกในการจัดสรรทรัพยากรที่มีประสิทธิภาพสูงสุดอยู่ภายใต้ข้อสมมติตั้งต้นหลักที่ว่า (1) ปัจเจกบุคคลมีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์อย่างสมบูรณ์ นั่นคือ ปัจเจกบุคคลจะตัดสินใจโดยพิจารณาทางเลือกต่างๆ ที่เป็นไป

¹³ โปรดดู Keynes (1936), Baker et. al. (eds) (1998), Blecker (1999), Epstein (ed) (2005a และ 2005b), Stiglitz (1998) เป็นต้น

ได้ทั้งหมดภายใต้ข้อจำกัดที่ตนเผชิญ แล้วจึงเลือกทางเลือกที่สร้างประโยชน์สุทธิสูงสุดแก่ตน และ (2) ตลาดมีลักษณะสมบูรณ์แบบ มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ นั่นคือ ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถเข้าออกจากตลาดได้เสรีโดยปราศจากอุปสรรคกีดขวาง การทำสัญญาระหว่างกันมีความสมบูรณ์ และผู้ซื้อผู้ขายได้รับข้อมูลข่าวสารที่สมบูรณ์และเท่าเทียมกัน

แต่ในโลกแห่งความเป็นจริง ตลาดการเงินระหว่างประเทศห่างไกลจากสภาพตลาดที่มีความสมบูรณ์ แม้การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศจะลดอุปสรรคในการเข้าออกจากตลาด แต่ข้อมูลข่าวสารในตลาดไม่มีความสมบูรณ์ เพราะมีข้อมูลมากมายที่ ‘ไม่รู้’ และ ‘ไม่อาจรู้ได้’ อีกทั้งการรับรู้ข้อมูลระหว่างตัวละครต่างๆ ก็ไม่เท่าเทียมกันด้วย

การตัดสินใจทางเศรษฐกิจของนักลงทุนจึงไม่มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์อย่างสมบูรณ์ นักลงทุนไม่รู้ทางเลือกทั้งหมดที่เป็นไปได้ในการตัดสินใจลงทุน ไม่ได้ตัดสินใจบนพื้นฐานของการเลือกสิ่งที่ดีที่สุดให้ตัวเอง เพราะตัดสินใจลงทุนโดยใช้ข้อมูลข่าวสารที่มีจำกัด ไม่สมบูรณ์ และไม่เท่าเทียม ทำได้เพียงแต่คาดเดาให้ดีที่สุด (best guess) เท่านั้น

นอกจากนั้น นักลงทุนในตลาดการเงินระหว่างประเทศมีพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่ (Herding behavior) กล่าวคือ ไม่ได้ตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดเท่าที่เป็นไปได้ แต่เลือกลงทุนในโครงการลงทุนที่นักลงทุนจำนวนมากแห่กันเข้าไปลงทุนเพื่อ ‘ประกัน’ ไม่ให้พลาดตกขบวนจนมีผลประกอบการด้อยกว่าคู่แข่ง พฤติกรรมเช่นนี้ (รวมถึงพฤติกรรมการเก็งกำไร ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อต่อไป) ทำให้การลงทุนที่ไม่ได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมที่สุด (Optimal level) ซึ่งเป็นระดับสวัสดิการสูงสุด และราคาสินทรัพย์ไม่ได้สะท้อนปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ในทางตรงกันข้ามกลับทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศมีความผันผวนไร้เสถียรภาพมากกว่าที่ควรจะเป็น และนำพาภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง

ปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์มิได้สร้างต้นทุนให้แก่ตลาดการเงินระหว่างประเทศ เช่น สร้างความผันผวนไร้เสถียรภาพ เพียงเท่านั้น หากยังลดทอนผลได้จากการเปิดเสรีทางการเงินตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักคาดหวังอีกด้วย เพราะทำให้เงินทุนไม่ได้ไหลไปยังที่ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงที่สุด ด้วยนักลงทุนมีข้อมูลพื้นฐานในการตัดสินใจลงทุนไม่สมบูรณ์เพียงพอ จึงไม่สามารถเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในประเทศต่างๆ ทั้งหมดเท่าที่เป็นไปได้ ไม่สามารถประเมินมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐานของสินทรัพย์ได้ และไม่สามารถประเมินค่าความเสี่ยงที่ใกล้เคียงกับความเป็นจริงได้

เมื่อข้อสมมติที่ใช้สร้างทฤษฎีไม่สมจริง ทฤษฎีย่อมมีข้อจำกัดในการปรากฏการณ์ในโลกแห่งความเป็นจริง คำทำนายของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักถึงผลประโยชน์สุทธิจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศจึงไม่เกิดขึ้นจริงในตลาดการเงินระหว่างประเทศ การเปิดเสรีการเงิน

ระหว่างประเทศไม่ได้นำไปสู่การจัดสรรทรัพยากรการเงินระหว่างประเทศอย่างมีประสิทธิภาพสูงสุด และนำมาซึ่งสวัสดิการของโลกที่สูงขึ้น

2. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ระบบการเงินระหว่างประเทศเต็มไปด้วยความผันผวนไร้เสถียรภาพ รวมทั้งมีส่วนในการผลิตสร้างเศรษฐกิจฟองสบู่ (Bubble economy) ความตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial panics) และวิกฤตการณ์การเงิน (Financial Crises)

ในระบบทุนนิยมตลาดเสรี การลงทุนเป็นพื้นฐานของการพัฒนาเศรษฐกิจและการเติบโตทางเศรษฐกิจ การผลิต การจ้างงาน และการผลิตสร้างนวัตกรรม แต่การลงทุนมีธรรมชาติแห่งความผันผวน ความไร้เสถียรภาพ และความเสี่ยง ซึ่งเป็นสิ่งที่ไม่อาจหลีกเลี่ยง ทั้งนี้เพราะการตัดสินใจลงทุน ณ ปัจจุบันขณะ อยู่บนพื้นฐานของการคาดเดาอนาคต เช่น ยอดขายหรือรายได้ในอนาคต สถานการณ์เศรษฐกิจในอนาคต ซึ่งข้อมูลเหล่านั้นเป็นข้อมูลที่ 'ไม่รู้' และ 'ไม่อาจรู้ได้' เช่นนี้แล้ว การตัดสินใจลงทุนจึงไม่มีทางเป็นการตัดสินใจในระดับที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Level) ดังเช่นการคำนวณหาระดับการลงทุนในแบบจำลองทางทฤษฎี ทำได้เพียงการคาดเดาและประเมินอนาคตด้วยความคิดตนเพียงเท่านั้น

ทั้งนี้ ระดับการลงทุนภาคเอกชนที่เต็มไปด้วยความผันผวนและความคลุมไม่ได้ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง ตัวอย่างเช่น หากเศรษฐกิจมีระดับการลงทุนต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม ก็จะสร้างปัญหาการว่างงาน เมื่อคนงานไม่มีรายได้หรือรายได้ลด รายจ่ายจากภาคครัวเรือนก็ลดลงตามไปด้วย สินค้าและบริการที่บริษัทผลิตขึ้นก็ไม่สามารถขายได้ มีปัญหาของเหลือ ราคาสินค้าตกต่ำ กำไรของบริษัทลดลง จนต้องลดการลงทุนลงอีก สร้างปัญหาการว่างงานขนาดใหญ่ และเศรษฐกิจตกต่ำ ปัญหาจะดำเนินเป็นวงจรอุบาทว์เช่นนี้เรื่อยไป หากปราศจากการแทรกแซงตลาดโดยภาครัฐ เพื่อเพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจผ่านการใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลัง

เมื่อการลงทุนมีความเสี่ยง ตลาดการเงินจึงพยายามพัฒนานวัตกรรมการจัดการความเสี่ยงให้แก่นักลงทุน เช่น มีสินทรัพย์ทางการเงินที่สามารถซื้อขายความเสี่ยงได้ มีกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นทุน มีตลาดรองสำหรับขายสินทรัพย์ เป็นต้น จนดูราวกับว่าความเสี่ยงของระบบการเงินลดน้อยลง แต่ Keynes (1936) กลับมองตรงกันข้ามโดยชี้ว่า หากตลาดการเงินสามารถแปลงสภาพสินทรัพย์ระยะยาวให้กลายเป็นเพียงพันธะสัญญาระยะสั้นสำหรับนักลงทุนได้ จักทำให้ตลาดการเงินท่วมท้นไปด้วย 'จิตเก็งกำไร' (Speculative Mentality) ซึ่งเป็นเนื้อดินที่ทำให้ในท้ายที่สุดนวัตกรรมทางการเงินเพื่อลดความเสี่ยง กลับผลิตสร้างความเสี่ยงให้สูงขึ้นเสียเอง

พฤติกรรมเก็งกำไรในตลาดการเงินทำให้การตัดสินใจของนักลงทุนไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจระยะยาว เช่น ผลประกอบการของบริษัท อย่างที่ควรจะเป็น หาก

คำนึงถึงการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ในระยะสั้น ซึ่งวูบไหวด้วยแรงเก็งกำไรเป็นสำคัญ ภายใต้ภาวะเช่นนี้ ‘ความจริง’ เรื่องผลงานของบริษัทจึงไม่มีความสำคัญเท่ากับ ‘ความเชื่อ’ ว่านักลงทุนรายอื่นทำนายการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ของบริษัทในระยะสั้นอย่างไร ราคาสินทรัพย์ในระยะสั้นจึงไม่สามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับ ‘คุณภาพ’ ของสินทรัพย์ได้อย่างแท้จริง แต่ถูกบิดเบือนด้วยแรงแห่งการเก็งกำไร ซึ่งส่งผลบิดเบือนการจัดสรรทรัพยากรในภาคเศรษฐกิจจริงด้วย

ธรรมชาติแห่งความผันผวนไร้เสถียรภาพของการลงทุน รวมถึงปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์ในตลาดการเงินระหว่างประเทศนำมาซึ่งพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่ และพฤติกรรมคาดการณ์เก็งกำไรของนักลงทุนที่มีลักษณะเสร็จสมด้วยตนเอง (Self-fulfilling Prophecies)¹⁴ ซึ่งไร้เหตุผลทางเศรษฐศาสตร์อยู่เบื้องหลัง พฤติกรรมเหล่านี้บั่นทอนความสำคัญของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจซึ่งควรจะเป็นปัจจัยกำหนดมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ การที่ราคาสินทรัพย์ผันผวนตามแรงแห่งการเก็งกำไรเป็นสำคัญมีส่วนผลิตสร้างภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่

เศรษฐกิจฟองสบู่ คือเศรษฐกิจที่ราคาสินทรัพย์ทวีค่าสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยมีอาจอธิบายได้ด้วยปัจจัยพื้นฐาน (เช่น ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แม้ว่าบริษัทจะมีผลประกอบการขาดทุน เป็นต้น) เศรษฐกิจฟองสบู่สร้างปัญหาให้แก่เศรษฐกิจ เพราะบิดเบือนกลไกการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจ และบั่นทอนประสิทธิภาพของระบบเศรษฐกิจ ทำให้ทรัพยากรถูกจัดสรรสู่ภาคเศรษฐกิจที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิต ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่จบลงด้วยฟองสบู่แตก ทำให้นักลงทุนขาดทุน และสถาบันการเงินมีปัญหาเนื่องจากหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ด้อยค่าลง ลูกหนี้สูญเสียความสามารถในการชำระหนี้คืน สถาบันการเงินเผชิญปัญหาหนี้เสีย หลายกรณีจบลงด้วยการล้มละลายของสถาบันการเงิน สร้างภาวะตื่นตระหนกทางการเงิน (Financial Panics) วิกฤตการณ์ธนาคาร วิกฤตการณ์การเงิน และเกิดปัญหาสินเชื่อขาดแคลน (Credit Crunch) จนเศรษฐกิจตกต่ำ หลายกรณีผลิตสร้างผลลุกลามจากวิกฤตการณ์การเงิน (Contagion Effects) ไปยังประเทศอื่นในภูมิภาค

ทั้งหมดนี้สะท้อนว่า ปัญหาที่เกิดขึ้นในภาคการเงินส่งผลต่อเนื่องไปยังภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงมิได้แยกขาดจากกัน (Dichotomy)

Calvo and Mendoza (1996) ชี้ว่า ปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสารในตลาดการเงินจะยิ่งทวีความรุนแรงขึ้น หากประเทศยิ่งเพิ่มระดับของการเปิดเสรีการเงิน ด้วยเหตุผลว่า ข้อมูลข่าวสารเป็นสินค้าที่มีต้นทุนในการได้มา เมื่อตลาดเงินตลาดทุนทั่วโลกวมตัวเสมือนเป็นหนึ่งเดียวกัน นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงด้วยการลงทุนในหลายประเทศ แรงจูงใจในการ

¹⁴ Self-fulfilling Prophecies หมายถึง การปฏิบัติไปในทิศทางที่หนุนส่งการคาดการณ์ของตน จนทำให้สิ่งที่ตนคาดการณ์ไว้เกิดขึ้นจริงในท้ายที่สุด ตัวอย่างเช่น เมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าในอนาคตเงินบาทจะอ่อนค่าลง จึงทำการขายเงินบาทเพื่อซื้อเงินเหรียญสหรัฐ ณ ปัจจุบัน ซึ่งผลของการกระทำดังกล่าว ทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงจริงในอนาคตตามที่ได้คาดการณ์ไว้แต่แรก

หาข้อมูลเกี่ยวกับประเทศต่างๆ แบบเฉพาะรายอย่างลึกซึ้งย่อมลดน้อยลง สรุปว่า การทำให้ตลาดเงินตลาดทุนของโลกกลายเป็นหนึ่งเดียวกันผ่านการเปิดเสรีบัญชีทุนมีส่วนผลิตสร้างพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห้วไร้เหตุผลให้เกิดขึ้นและให้ถี่ขึ้น ส่งผลให้ปัญหาเศรษฐกิจฟองสบู่ การเก็งกำไร และวิกฤตการณ์การเงิน เกิดบ่อยครั้งขึ้น

งานวิจัยเชิงประจักษ์หลายชิ้น ชี้ให้เห็นว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมิได้มีแต่ผลประโยชน์ หากมีต้นทุนด้วย ในหลายกรณี โดยเฉพาะเมื่อประเทศกำลังพัฒนาดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศโดยที่ปัจจัยเชิงสถาบันยังไม่ถึงพร้อม อาจต้องจ่ายต้นทุนราคาแพงกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับ มีหน้าซ้ำ ผลประโยชน์ด้านบวกที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักทำนายไว้ อาจไม่ได้เกิดขึ้นในโลกแห่งความจริง ตัวอย่างของงานศึกษาเหล่านี้ ได้แก่

- Dooley (1996) พบว่า ประเทศที่มีความอ่อนแอเชิงสถาบัน เช่น มีระบบกำกับตรวจสอบระบบธนาคารพาณิชย์ที่อ่อนแอ มีการคอร์รัปชันสูง จะเผชิญผลด้านลบจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศอย่างมหาศาล
- Rodrik (1998) ศึกษาผลของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศกับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ พบว่า ทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน นั่นคือ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ปัจจัยที่ทำให้เศรษฐกิจเติบโต
- Kaminsky and Reinhart (1999) พบว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นปัจจัยสำคัญที่นำเศรษฐกิจไปสู่วิกฤตการณ์ทางการเงินและวิกฤตการณ์ธนาคาร โอกาสของการเกิดวิกฤตการณ์การเงินขึ้นอยู่กับระดับความเข้มข้นของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ นั่นคือ ยิ่งเปิดเสรีการเงินมากเท่าใด โอกาสเกิดวิกฤตการณ์การเงินยิ่งสูงขึ้น
- Wyplosz (2001) พบว่า ประเทศกำลังพัฒนาเผชิญผลด้านลบของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เช่น ระดับของความผันผวนไร้เสถียรภาพ ความรุนแรงของวิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้นตามมา สูงกว่าประเทศพัฒนาแล้ว
- Eichengreen (2001) เปรียบเทียบ โอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงินระหว่างช่วงก่อนปี 1914 (ก่อนสงครามโลกครั้งที่ 1 ซึ่งมีระดับโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจสูง) และช่วงหลังปี 1973 (หลังระดับ Bretton Woods ล่มสลาย และมีระดับโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจสูง) พบว่า โอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงินในช่วงหลังสูงกว่าช่วงแรกถึง 2 เท่า นอกจากนั้น วิกฤตการณ์การเงินยังเกิดขึ้นในประเทศที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจแข็งแกร่งด้วย เช่น มีระดับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการขาดดุลงบประมาณต่ำ อันเนื่องมาจากเผชิญผลลุกลามจากวิกฤตการณ์การเงิน (Contagion Effects)

กล่าวโดยสรุป ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ ที่ตลาดการเงินเชื่อมโยงกันคล้าย เป็นหนึ่งเดียว และมีธรรมชาติแห่งความผันผวน ความเสี่ยง และการเก็งกำไร เป็นเจ้าเรือน การ กำกับดูแลภาคการเงิน โดยรัฐจึงมีความซับซ้อนและยากลำบากยิ่งกว่าเดิม ต้องอาศัยปัจจัยเชิง สถาบัน ทั้งกฎกติกา และองค์กรกำกับดูแล ที่เข้มแข็ง มีประสิทธิภาพ มีองค์ความรู้ ทันโลก มีทักษะ และประสบการณ์ในการกำกับดูแล

แต่ในขณะเดียวกัน ภายใต้อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่มีแรงกดดันให้ภาครัฐลดบทบาทในการ กำกับดูแลลง โดยปล่อยให้กลไกตลาดทำงานอย่างเสรี เพื่อให้ภาคเอกชนเก็บเกี่ยวประโยชน์จาก การเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเต็มที่ แรงกดดันดังกล่าวทำให้ภาครัฐของประเทศที่ปัจจัยเชิงสถาบัน ยังคงอ่อนแอจำต้อง ‘ปล่อยมือ’ จากการกำกับดูแลตลาดเงินและตลาดทุนก่อนกาล ทั้งที่ยังไม่ได้ พัฒนาสถาบันให้เข้มแข็งเพียงพอที่จะเข้าไปได้คลื่อนโลกาภิวัตน์ ด้วยเหตุว่า กลัวเสียโอกาสในการ รับทุนต่างชาติเพื่อการพัฒนาประเทศ

ท้ายที่สุด การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศโดยที่ยังไม่สร้างความเข้มแข็งให้แก่สถาบัน ภายในประเทศอย่างเพียงพอ จะนำมาซึ่งปัญหาเศรษฐกิจด้านต่างๆ ในอนาคต ยิ่งสถาบันของ ประเทศมีความอ่อนแอมากเพียงใด ปัญหาเศรษฐกิจยังมีโอกาสเกิดขึ้นได้สูง และเมื่อเกิดแล้ว จะยิ่ง รุนแรง ยิ่งแพร่กระจายในวงกว้าง และยิ่งใช้เวลานานในการแก้ไขปัญหาเพียงนั้น

3. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศดึงดูด ‘เงินร้อน’ (Hot Money) เข้ามาสร้างปัญหา เศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาค่าเงินแข็งค่าเกินควร (Overvaluation)

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ ‘เงินร้อน’ หรือเงินลงทุนระยะสั้นและเงินลงทุน เพื่อเก็งกำไรสามารถเคลื่อนย้ายข้ามประเทศได้อย่างเสรีและรวดเร็ว นำมาซึ่งความผันผวน ไร้ เสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศและของโลก และไม่ช่วยให้เกิดการพัฒนาศรษฐกิจอย่างยั่งยืน เนื่องจาก ‘เงินร้อน’ มีลักษณะซึ่พจรลงเท้า โดยจะพำนักเพื่อแสวงหาประโยชน์ทางเศรษฐกิจอยู่ใน ประเทศหนึ่งไม่นานแล้วก็จะเคลื่อนย้ายหนีไป ทั้งนี้ เมื่อเงินทุนสามารถไหลข้ามชาติเข้าสู่ที่หนึ่งใน จำนวนมากและรวดเร็ว ก็ย่อมสามารถไหลออกได้ในจำนวนมากและรวดเร็วเช่นกัน และจะส่งผล กระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงในท้ายที่สุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเศรษฐกิจที่พึ่งพิงเงินทุนต่างชาติ ระยะสั้นในระดับสูง

งานวิจัยหลายชิ้น ตัวอย่างเช่น Bhagwati (1998) และ Reisen (1999) ชี้ว่า การเปิดเสรี การเงินระหว่างประเทศมีส่วนสำคัญในการเชื้อเชิญ ‘เงินร้อน’ เข้าประเทศ ในระยะสั้น ‘เงินร้อน’ มี

แนวโน้มที่จะทำให้ค่าเงินของประเทศผู้รับทุนแข็งค่าขึ้นเกินกว่าที่ควรจะเป็น (Overvaluation)¹⁵ โดยอาจส่งผลกระทบต่อขีดความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศ (Competitiveness) ซึ่งบั่นทอนภาคการส่งออก จนทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง และอาจนำไปสู่ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้ ทั้งนี้ หากประเทศใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ เมื่อประเทศเผชิญปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก จะเกิดแรงกดดันให้ค่าเงินอ่อนตัวลง และดึงดูดให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงิน จนอาจนำไปสู่วิกฤตการณ์เงินตราได้

Calvo, Leiderman and Reinhart (1996) และ Adelman and Yeldan (2000) เป็นตัวอย่างของงานวิจัยที่ชี้ว่า เศรษฐกิจภายหลังจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศจะมีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ภายในประเทศสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของเงินสกุลท้องถิ่น สภาพการณ์ดังกล่าวจูงใจให้เงินทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนซื้อสินทรัพย์ภายในประเทศ และเมื่อมีเงินทุนต่างชาติไหลเข้า ค่าเงินสกุลท้องถิ่นยังมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น การคาดการณ์ว่าค่าเงินมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นในอนาคตยิ่งดึงดูดให้ 'เงินร้อน' ไหลเข้ามาเก็งกำไร เพราะนอกจากจะได้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ที่สูงแล้ว ยังได้ผลตอบแทนจากการที่ค่าเงินแข็งค่าขึ้นด้วย

นักเศรษฐศาสตร์หลายคน ได้ศึกษาผลกระทบของ Overvaluation ต่อเศรษฐกิจ ซึ่งพบว่า Overvaluation ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ ตัวอย่างของงานศึกษาเหล่านี้ ได้แก่

- Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1998) พบว่า Overvaluation เป็นสัญญาณเตือนภัยสำหรับการเกิดวิกฤตการณ์เงินตรา โดยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นต้นเหตุที่ทำให้เกิดปัญหา Overvaluation ปัญหาเงินเฟ้อ และทำให้อัตราการเติบโตของสินเชื่อสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยที่บั่นทอนเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ
- Agosin (1994) และ Razin and Collins (1997) พบว่า Overvaluation ส่งผลกระทบต่อด้านลบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศในระยะกลางและระยะยาว
- Calvo, Leiderman and Reinhart (1993) และ Shatz and Tarr (2000) พบว่า ระดับของ Overvaluation ส่งผลกระทบต่อระดับความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะความสามารถในการแข่งขันด้านราคา (Price Competitiveness)
- Fischer and Reisen (1993) พบว่า Overvaluation นำไปสู่การไหลออกของเงินทุนต่างประเทศในบั้นปลาย

¹⁵ Overvaluation คือภาวะที่อัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงที่เกิดขึ้นจริง ณ เวลาหนึ่ง (Actual Real Exchange Rate) แข็งค่ากว่าอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงตามดุลยภาพในระยะยาว (Long run Equilibrium Real Exchange Rate) ซึ่งสะท้อนว่า ค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็งค่าขึ้นจนเกินพอดีเมื่อเทียบกับทางโน้มที่ควรจะเป็นในระยะยาว ทั้งนี้ การคำนวณหาอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงตามดุลยภาพในระยะยาวมีหลายระเบียบวิธี ซึ่งจะไม่กล่าวถึงในที่นี้ มีพิกัดต้องพุดถึงว่า นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งไม่เชื่อในแนวคิดดังกล่าวนี้

นอกจากการไหลเข้าของ ‘เงินร้อน’ จะสร้างปัญหา Overvaluation แล้ว ยังอาจสร้างปัญหาต่อเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจด้วย โดยเฉพาะเสถียรภาพด้านราคา ตัวอย่างเช่น

- เพิ่มปริมาณเงินให้แก่ระบบเศรษฐกิจ และทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น โดยเฉพาะภายในภาคเศรษฐกิจที่ไม่สามารถค้าขายระหว่างประเทศได้ (Non-tradable Sector) และภาคเศรษฐกิจที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิต ซึ่งผลดังกล่าวทำให้เกิดปัญหาเศรษฐกิจฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- ทำให้อุปสงค์มวลรวมของระบบเศรษฐกิจสูงขึ้น เนื่องจาก การเพิ่มขึ้นของการบริโภค และการลงทุน รวมถึงการขยายสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์

4. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศลดลง

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ธนาคารกลางสามารถกำหนดและควบคุมการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศได้ยากขึ้น เศรษฐกิจภายในประเทศ โดยเฉพาะภาคการเงิน ต้องผูกติดและได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจต่างประเทศมากขึ้น

ภายใต้การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศต้องคำนึงถึงกติกาสากลและสถานะเศรษฐกิจโลกมากขึ้น แม้ว่าในบางกรณีจะขัดต่อความต้องการภายในประเทศก็ตาม เช่น เมื่อประเทศมีปัญหาเศรษฐกิจตกต่ำ ธนาคารกลางไม่กล้าลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เพราะเกรงว่าทุนต่างชาติจะไหลออก เป็นต้น

นอกจากนั้น ความสามารถของธนาคารกลางในการควบคุมปริมาณเงินภายในประเทศก็ลดลงและมีต้นทุนสูงขึ้น เช่น หากต้องการรักษาค่าเงินของประเทศไม่ให้แข็งค่าขึ้นจนเกินไป ธนาคารกลางต้องแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนโดยขายเงินสกุลท้องถิ่นเข้าซื้อเงินเหรียญสหรัฐ ทำให้ปริมาณเงินในระบบมากขึ้น หากธนาคารกลางไม่ต้องการให้ปริมาณเงินในระบบเพิ่มขึ้น ก็ต้องออกพันธบัตรเพื่อดูดซับปริมาณเงินออกจากระบบ เกิดเป็นภาระหนี้สาธารณะ

ทฤษฎี Trinity Impossibility Theory¹⁶ เสนอว่า ประเทศหนึ่งไม่สามารถดำเนินนโยบาย 3 ประการนี้พร้อมกันได้ นโยบายทั้งสามได้แก่ (1) การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ (2) การรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ และ (3) การดำเนินนโยบายการเงินที่เป็นอิสระ

¹⁶ โปรคตุ Obsfeld (1998) เป็นต้น

เมื่อประเทศหนึ่งดำเนินนโยบายเปิดเสรีทางการเงินระหว่างประเทศ หากต้องการรักษาความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน (เช่น ปรับเพิ่มหรือลดอัตราดอกเบี้ยเงินนโยบายให้สอดคล้องกับสถานการณ์เศรษฐกิจ) ก็ต้องยกเลิกการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยนหันมาใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวแทน ทั้งนี้ การเข้าแทรกแซงตลาดเงินตราต่างประเทศ (Dirty or Managed Float) ก็ทำได้ยากขึ้นด้วย หากประเทศดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ โดยต้องการตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ไปด้วยพร้อมกัน ก็จะสูญเสียความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน เพราะต้องสูญเสียเครื่องมืออัตราดอกเบี้ยนโยบายไปกับการรักษาอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่

ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินถูกจำกัดโดยระดับการเปิดเสรีบัญชีทุน และระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ประเทศเลือกใช้ หากเปิดเสรีการเงินมาก ความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายก็มีแนวโน้มจะลดลง แต่จะลดลงมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ประกอบกัน อาทิ ระบบจัดการอัตราแลกเปลี่ยน ขนาดของประเทศ ระดับการพึ่งพิงสินค้านำเข้า (สัดส่วนของการนำเข้าต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ) และระดับของหนี้ต่างประเทศ

ปัจจัยเหล่านี้เป็นตัวกำหนดขีดความสามารถในการรับมือหรือความอดทนต่อความผันผวนที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ หากขีดความสามารถนี้ต่ำหมายความว่าความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจภายในประเทศต่ำตามไปด้วย การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศต้องเป็นไปตามสถานการณ์เศรษฐกิจภายนอกโดยมีทางเลือกเป็นอื่นน้อย ประเทศที่ใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัว มีขนาดใหญ่ และพึ่งพิงสินค้านำเข้าและเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศน้อย มีหนี้ต่างประเทศต่ำ จะมีความสามารถในการรับมือต่อความผันผวนมากกว่า นั่นคือเผชิญข้อจำกัดจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศต่ำกว่า เช่น เมื่อมีปัญหาเงินต่างชาติไหลออกจนค่าเงินอ่อนตัว ก็สามารถปล่อยให้ค่าเงินอ่อนตัวลงได้มาก โดยไม่ต้องปรับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเพื่อดึงการไหลออก จนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศหดตัว เพราะค่าเงินที่อ่อนตัวลงไม่นำไปสู่ปัญหาเงินเฟ้อและไม่เพิ่มภาระหนี้ต่างประเทศอย่างรุนแรง เมื่อเทียบกับประเทศที่พึ่งพิงสินค้านำเข้า เงินทุนต่างชาติ และหนี้ต่างประเทศสูง

5. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ภาครัฐมีอคติในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดเพื่อกดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำ (*Deflationary-biased Macroeconomic Policy*) ซึ่งส่งผลกระทบต่อทำให้การจ้างงาน ค่าจ้าง และสวัสดิการแรงงานลดลง

การที่เงินทุนระหว่างประเทศเคลื่อนย้ายได้อย่างเสรี ทำให้ทุนการเงินมีช่องทางในการเดินหนีไปลงทุนในประเทศอื่น (Voting with their feet) ได้โดยง่าย หากไม่พึงพอใจนโยบายเศรษฐกิจของรัฐ (Push Factor) หรือเมื่อเห็นว่าการลงทุนในประเทศอื่นได้ผลประโยชน์มากกว่า (Pull Factor) โดยทั่วไป นักลงทุนต่างชาติหรือเจ้าหนี้ต่างประเทศต้องการให้ภาครัฐของประเทศที่ไป

ลงทุนดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวด เพื่อลดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำและรักษาค่าเงินให้แข็ง เพื่อธำรงรักษามูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ทางการเงินหรือมูลค่าหนี้ที่แท้จริง

ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อกับอัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์ไปทางเดียวกันกัน นั่นคือ อัตราเงินเฟ้อสูงมีแนวโน้มทำให้อัตราแลกเปลี่ยนสูงขึ้นหรือค่าเงินสกุลท้องถิ่นลดลง และค่าเงินที่ลดลงมีแนวโน้มทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ซึ่งล้วนไม่เป็นที่ปรารถนาของนักลงทุนต่างประเทศที่เข้ามาลงทุนในประเทศซึ่งต้องการให้อัตราเงินเฟ้อต่ำและค่าเงินสกุลท้องถิ่นแข็ง นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งจึงเห็นว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมีส่วนทำให้ นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดกลายเป็น ‘สถาบัน’ (Institutionalizing Deflationary-biased Macroeconomic Policy)¹⁷

การดึงดูดเงินลงทุนต่างชาติให้เข้ามาลงทุนในประเทศอาจต้องแลกด้วยผลประโยชน์ของผู้คนในประเทศบางกลุ่ม ตัวอย่างเช่น การใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดอาจทำให้อัตราการว่างงานภายในประเทศสูงขึ้น นั่นคือ การกีดเงินเพื่อให้อัตราเงินเฟ้อต่ำเพื่อดึงดูดทุนต่างชาติอาจทำให้แรงงานจำนวนหนึ่งต้องตกงาน กระนั้น กลุ่มทุนต่างชาติไม่ได้มองว่านี่เป็นปัญหาที่กระทบพวกตน มีหน้าซ้ำ อาจเป็นผลดีเสียอีก เนื่องจาก คนตกงานหรือแรงงานส่วนเกินในระบบ (Excess Labor Supply) ที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดทำให้อัตราค่าจ้างแรงงานลดลง และนายจ้างมีทางเลือกในการจ้างงานมากขึ้น นายจ้างจึงสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์และดูดซับส่วนเกินจากลูกจ้างได้มากขึ้น เพราะมีอำนาจต่อรองสูงขึ้น

ประเด็นนี้เป็นอีกหนึ่งตัวอย่างที่ชี้ให้เห็นว่า ในโลกโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ เป้าหมายทางเศรษฐกิจภายในประเทศและภายนอกประเทศมีความขัดแย้งกัน และดูเหมือนว่า นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่จะทำให้ ‘คนนอก’ เช่น บริษัทข้ามชาติ ได้ประโยชน์จากการแลกเปลี่ยนมากกว่า ‘คนใน’ เช่น แรงงานภายในประเทศ ด้วยมีอำนาจต่อรองมากกว่า ซึ่งอำนาจต่อรองที่มากกว่าเป็นผลพวงมาจากนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ด้วย

ภายใต้กติกาแห่งการเปิดเสรีบัญชีทุน กลุ่มทุนต่างชาติหรือบริษัทข้ามชาติมีอำนาจต่อรองเหนือกว่าแรงงาน ชุมชน และรัฐชาติ¹⁸ ทั้งนี้เนื่องจาก เมื่อแต่ละประเทศต่างเปิดประตูต้อนรับทุนไหลเข้าภายใต้กติกาเคลื่อนย้ายทุนเสรี ทุนต่างชาติจึงสามารถผลิต ‘คำขู่’ ที่จะย้ายไปยังที่ซึ่งเสนอผลตอบแทนสูงสุด นั่นคือ เศรษฐกิจที่มีแรงงานราคาถูก เก็บภาษีในอัตราต่ำ เป็นต้น เพราะบริษัทข้ามชาติมีทางเลือกในการลงทุนที่เป็นไปได้จริงจำนวนมากทั่วโลก

การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศทำให้ ‘คำขู่’ ดังกล่าวมีความน่าเชื่อถือ ประเทศกำลังพัฒนาจึงพยายาม ‘ลด-แลก-แจก-แถม’ ทางเศรษฐกิจ ด้วยหวังจะดึงดูดให้ทุนต่างชาติมาลงทุน และให้ทุนเก่าไม่ถอนการลงทุน อาจด้วยการแข่งขันลดระดับความเข้มข้นของการกำกับควบคุมทุน การ

¹⁷ โปรดดู Grabel (1995), Pollin (1998), Palley (1999) เป็นต้น

¹⁸ โปรดดู Crotty (1998), Epstein (2000), Rodrik (2000) เป็นต้น

ลดภาษี การลดค่าจ้างแรงงานให้ต่ำ การยอมให้มีการเอาเปรียบผู้บริโภค ผลที่ตามมาคือ ‘เครือข่ายรองรับทางสังคม’ (Social Safety Net) ของประเทศยิ่งแอ่งลง แรงงานได้รับค่าจ้างถูกลง สภาพแวดล้อมในการทำงานแอ่งลง รวมถึง รายได้ของรัฐบาลลดลงเนื่องจากการยกเว้นภาษีให้แก่ทุนต่างชาติ (โปรดดูเนื้อหาในหัวข้อ ‘วิวาทะว่าด้วย FDI และ MNCs’ ประกอบ)

เช่นนี้แล้ว ประเทศที่มีนโยบายเศรษฐกิจที่มุ่งเน้นการจ้างงานเต็มที่และเพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ ย่อมไม่ดึงดูดให้ทุนต่างชาติเข้ามาลงทุน เพราะการเพิ่มขึ้นของการจ้างงานย่อมหมายถึงความเสี่ยงที่จะมีอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น และการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลได้จากการลงทุน และต่ออัตราแลกเปลี่ยน ทำให้นักลงทุนต่างชาติหรือเจ้าหน้าที่ต่างประเทศเสียประโยชน์ ดังนั้น หากประเทศต้องการดึงดูดเงินลงทุนย่อมต้องดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคในทางเข้มงวด เพื่อสร้างเศรษฐกิจที่เข้มแข็งตามวาทกรรมเสรีนิยมใหม่แลกกับการเข้าถึง ‘ทุน’ ของประเทศร่ำรวย โดยคนในประเทศต้องจ่ายราคา ซึ่งนโยบายดังกล่าวยังบั่นทอนอำนาจต่อรองของรัฐบาลและแรงงานลงไปอีก เพราะมีแนวโน้มที่จะทำให้อัตราการจ้างงานลดต่ำลง โดยเฉพาะในระยะสั้น

เศรษฐกิจภายใต้นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ในช่วงทศวรรษ 1990 จึงเป็นเศรษฐกิจที่มีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยต่ำ มีอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างต่ำ ในหลายกรณี อัตราการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างต่ำกว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภาพ และต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ รวมทั้งมีอัตราการว่างงานสูง มีการสร้างงานใหม่น้อย และแรงงานขาดแคลนงานดีมีคุณภาพ อันเนื่องมาจากอำนาจต่อรองของแรงงานเบื้องหน้าทุนต่างชาติลดลง ซึ่งเป็นผลพวงจากการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวด เช่น การรักษาสมดุลการคลัง การใช้นโยบายการเงินตึงตัว การตรึงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในระดับสูง เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนต่างชาติและเพื่อดึงดูดเงินทุนต่างชาติ

6. การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ได้ช่วยดึงดูดให้เงินทุนต่างชาติระยะยาวไหลเข้าไปลงทุนในประเทศกำลังพัฒนามากอย่างที่คิดกัน

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เชื่อว่าการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศจะช่วยให้ช่วยดึงดูดเงินออมต่างประเทศให้ไปลงทุนในประเทศที่ขาดแคลนเงินทุนซึ่งให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่า เงินลงทุนจากต่างชาติช่วยเพิ่มการผลิต การลงทุน การจ้างงาน และยกระดับเทคโนโลยีและทักษะแรงงาน ทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงขึ้น และมาตรฐานการครองชีพของคนในประเทศดีขึ้น ประเทศกำลังพัฒนาอาศัยเงินทุนต่างประเทศเพื่อยกระดับรายได้และพัฒนาเศรษฐกิจเพื่อไล่กวาดประเทศพัฒนาแล้วในทางเศรษฐกิจ

Obstfeld and Taylor (2002) วิเคราะห์ข้อมูลจริงแล้วสรุปว่า โลกโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ ภายใต้นโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ดึงดูดให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปยังประเทศเศรษฐกิจใหม่จริง แต่ไม่ใช่เงินทุนระยะยาว อย่างไรก็ตามการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment – FDI) ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจ เช่น สร้างงาน สร้างรายได้ อีกทั้งถ้าพิจารณาเงินลงทุนสุทธิ (Net Flow of Capital) จากประเทศพัฒนาแล้วไปยังประเทศกำลังพัฒนา ตั้งแต่ปี 1980 เป็นต้นมา พบว่าอยู่ในระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับยุคโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจในช่วงก่อนสงครามโลกครั้งที่ 1 นั่นแปลว่า ประเทศกำลังพัฒนาได้รับเงินทุนสุทธิจากต่างประเทศไม่สูง เงินทุนต่างชาติเข้ามาแล้วก็ไหลออกไปในสัดส่วนใกล้เคียงกัน

แม้ว่าเงินทุนระหว่างประเทศจะเคลื่อนย้ายอย่างรวดเร็วและมีจำนวนมาก แต่สถานะของสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิ (Net Foreign Asset Position) อยู่ในระดับต่ำตั้งแต่ 1980 เรื่อยมา และสัดส่วนของสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิเมื่อเทียบกับ GDP ลดลงเรื่อยๆ หมายความว่า ประเทศกำลังพัฒนาไม่สามารถสะสมทุนเพิ่มขึ้นจากการเปิดเสรีบัญชีทุนได้ ซึ่งเป็นเงื่อนไขหลักในการพัฒนาเศรษฐกิจ

ในงานของ Obstfeld and Taylor (2002) ยังชี้ต่อไปด้วยว่าเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในปัจจุบันเป็นเงินลงทุนเพื่อจัดการความเสี่ยง (Diversification Finance) มากกว่าจะเป็นเงินลงทุนระยะยาวเพื่อนำเงินออมที่เหลือไปลงทุนในภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศที่มีความต้องการลงทุนแต่มีเงินออมไม่เพียงพอ หรือเงินทุนเพื่อการพัฒนา (Development Finance)

นอกจากประเด็นข้างต้นแล้ว ข้อมูลยังชี้ว่า การกู้ยืมระหว่างประเทศเป็นธุรกรรมระหว่างประเทศ ‘รวย-รวย’ มากกว่าประเทศ ‘รวย-จน’ และการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอยู่ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วด้วยกันเอง มากกว่าจะเป็นการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศพัฒนาแล้วไปยังประเทศกำลังพัฒนา มีหน้าซ้ำ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในประเทศกำลังพัฒนาที่จนที่สุดในปัจจุบันกลับมีระดับต่ำกว่าระดับการลงทุนเมื่อต้นคริสต์ศตวรรษที่ 20 มาก

ตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่า เงินลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศของสหรัฐอเมริกาในปี 2002 เกินครึ่งหนึ่ง (52.4%) ไปลงทุนในภูมิภาคยุโรป อีก 10% ไปลงทุนในแคนาดา มีเงินลงทุนยังภูมิภาคแอฟริกา ซึ่งขาดแคลนเงินออมมากที่สุดเพียง 1% เท่านั้น

ตารางที่ 1: การลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกาในภูมิภาคต่างๆ (ปี 2002)

ภูมิภาค	ร้อยละ
ยุโรป	52.4
ละตินอเมริกาและ ประเทศอื่นๆในซีก โลกตะวันตก	17.9
เอเชียและแปซิฟิก	17.7
แคนาดา	10.0
แอฟริกา	1.0
ตะวันออกกลาง	0.9

ที่มา: Bowles (2005)

ตารางที่ 2 แบ่งเงินลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกาในต่างประเทศออกเป็น 3 ประเภทตามระดับรายได้ของประเทศผู้รับเงินลงทุน ข้อมูลแสดงให้เห็นว่า เงินลงทุน 81% ไปลงทุนในประเทศที่มีระดับรายได้สูง 18% ของเงินลงทุนเป็นการลงทุนในประเทศที่มีระดับรายได้ปานกลาง ส่วนเงินลงทุนของสหรัฐอเมริกาไปยังประเทศที่มีระดับรายได้ต่ำมีเพียง 1% ของเงินลงทุนทั้งหมดเท่านั้น

ตารางที่ 2: เงินลงทุนโดยตรงของสหรัฐอเมริกา แยกตามกลุ่มประเทศต่างระดับรายได้ (ปี 2000)

กลุ่มประเทศ	พันล้านดอลลาร์สหรัฐ	ร้อยละของทั้งหมด
กลุ่มประเทศรายได้สูง	982.8	81.0
กลุ่มประเทศรายได้ปานกลาง	218.1	18.0
กลุ่มประเทศรายได้ต่ำ	12.2	1.0
รวมทุกประเทศ	1,213.1	100.0

ที่มา: The Economist (2001)

นอกจาก การลงทุนโดยตรงมีแนวโน้มที่จะไหลเวียนอยู่ในกลุ่มประเทศร่ำรวยแล้ว Epstein (2002) แสดงข้อมูลว่า การลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศมีระดับการกระจุกตัวสูงในบางประเทศ โดยในปี 1999 มีประเทศ 10 แห่งได้รับ FDI 74% ของ FDI ทั้งหมดที่ไหลเวียนอยู่ทั่วโลก หากพิจารณาเฉพาะในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา มีประเทศกำลังพัฒนา 10 แห่งได้รับ FDI 80% ของ FDI ทั้งหมดที่ไหลเข้าประเทศกำลังพัฒนา ประเทศที่ได้รับ FDI มากได้แก่ ประเทศจีน ไต้หวัน ฮังการี ไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ข้อมูลที่น่าสนใจก็คือ หากตัดส่วนแบ่งของประเทศจีนออกไป ส่วนแบ่งของ FDI ที่มายังประเทศกำลังพัฒนามีขนาดแทบจะเท่าเดิมตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา กล่าวคือ ประมาณ 25% ของ FDI ทั้งหมด

ท้ายที่สุด Epstein (2002) ตั้งประเด็นว่า ทูตต่างชาติ ‘เดินตามหลัง’ ความสำเร็จในการพัฒนาเศรษฐกิจ ไม่ใช่ ‘เดินนำหน้า’ ผู้การพัฒนาเศรษฐกิจที่ประสบความสำเร็จ นั่นคือ เศรษฐกิจต้องมีระดับความเข้มแข็งและรุ่งเรืองระดับหนึ่งแล้วต่างหาก จึงจะดึงดูดให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้าไปลงทุน ประเทศกำลังพัฒนามีโอกาสคาดหวังได้ว่าทูตต่างชาติจะเปลี่ยนแปลงประเทศจากไม่มีอะไรสู่ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจ ประเทศกำลังพัฒนาต้องเริ่มต้นด้วยการให้ความสำคัญกับการพัฒนาเศรษฐกิจภายใน โดยใช้ทรัพยากรภายใน เพื่อคนภายใน เป็นหลักเสียก่อน จึงค่อยดำเนินนโยบาย ‘ดึงดูด’ เงินทุนต่างชาติเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจในขั้นต่อไป

5. วิวาทะว่าด้วยการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) โดยบริษัทข้ามชาติ (MNCs)

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในตอนต้น ภายใต้เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment – FDI) โดยบริษัทข้ามชาติ (Multinational Corporations – MNCs) เป็น ‘ความหวัง’ ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งแทบทุกประเทศในโลกล้วนปรารถนาแข่งขัน

คำถามสำคัญก็คือ ภายใต้ ‘สถาบัน’ แบบเสรีนิยมใหม่ FDI เป็นกลจักรสำคัญในการนำพาเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาสู่ความโชคดีช่วงจริงหรือ ?

5.1 FDI ‘ใน’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

นักเศรษฐศาสตร์แทบทุกสำนักให้คุณค่า FDI สูงกว่าเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศประเภทอื่น เนื่องจาก เป็นเงินทุนระยะยาวที่เพิ่มการสะสมทุนในเศรษฐกิจ มีความผันผวนต่ำโดยเปรียบเทียบกับ ‘ทุนการเงิน’ เพื่อซื้อสินทรัพย์หรือเพื่อเก็งกำไร ที่สำคัญ FDI ช่วยเพิ่มความสามารถ

ในการผลิตของเศรษฐกิจ ก่อให้เกิดการจ้างงาน การลงทุน การผลิต และรายได้ เพิ่มมากขึ้นในระบบเศรษฐกิจ ทั้งยังสร้างโอกาสให้เกิดการถ่ายทอดและยกระดับเทคโนโลยีในประเทศผู้รับการลงทุน

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เชื่อว่า FDI จะส่งประโยชน์ในระยะยาวแก่ประเทศผู้รับการลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งต่อประเทศกำลังพัฒนา ผลทางตรงที่เด่นชัดคือ FDI ช่วยเพิ่มมาตรฐานการครองชีพ โดยสร้างโอกาสในการมีงานทำ สร้างงานใหม่ และช่วยถ่ายโอนทุน เทคโนโลยี และทักษะในการบริหารจัดการ นับเป็นการเพิ่มผลิตภาพ (Productivity) ให้แก่ประเทศผู้รับการลงทุน นอกจากนี้ พนักงานในบริษัทข้ามชาติยังได้รับค่าจ้างสูง มีโอกาสในการเรียนรู้และฝึกอบรม และได้ทำงานในบรรยากาศที่เปี่ยมด้วยความเป็นมืออาชีพ มีมาตรฐานสากล

ด้วยความเชื่อว่า ปัจจัยสำคัญในการดึงดูด FDI คือระดับคุณภาพและการศึกษาของแรงงาน คุณภาพของสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐาน ระดับผลิตภาพของเศรษฐกิจ และความเข้มแข็งมั่นคงของเศรษฐกิจ นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่จึงมองว่า ‘สงครามแย่งชิง FDI’ ระหว่างประเทศต่าง ๆ จักนำมาซึ่งความกินดีอยู่ดีของประชาคมโลก เนื่องจากแต่ละประเทศย่อมต้องพัฒนาคุณภาพของปัจจัยการผลิตและธำรงรักษาไว้ซึ่งสิ่งแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคให้เข้มแข็งเพื่อดึงดูด FDI

เช่นนี้แล้ว มาตรฐานการครองชีพของแต่ละประเทศที่มีความแตกต่างกันมากย่อมต้องโน้มเข้าหากันในระยะยาว MNCs และ FDI ช่วยเพิ่มสวัสดิการแห่งโลก ด้วยการสร้างประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรในระดับโลก และสร้างแรงกดดันจากการแข่งขันให้แต่ละประเทศต้องพัฒนาระดับตัวเอง

นอกจากนั้น FDI ยังช่วยเร่งกระบวนการพัฒนาอุตสาหกรรมของประเทศผู้รับ เนื่องจาก FDI สร้างการเชื่อมโยงในหลายอุตสาหกรรมทั้งไปข้างหน้า (Forward Linkages) และไปข้างหลัง (Backward Linkages) ทั้งยังช่วยขยายขนาดของตลาดภายในประเทศให้ใหญ่ขึ้น และช่วยกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศ แม้บางกรณี การประลองยุทธ์ระหว่างบริษัทพื้นถิ่นกับบริษัทต่างชาตินำมาซึ่งความปราชัยของเจ้าบ้าน แต่บริษัทพื้นถิ่นที่สามารถรักษาชีวิตอยู่ในสนามประลองย่อมสามารถเก็บเกี่ยวจากผลได้จากการขยายขนาดการผลิต (Economy of Scale) ได้

5.2 FDI ‘นอก’ โลกความคิดเสรีนิยมใหม่

กระนั้น งานวิจัยทางเศรษฐศาสตร์ว่าด้วยผลดีของ MNCs และ FDI ต่อประเทศกำลังพัฒนาตามที่แนวคิดแบบเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก ยังห่างไกลจากความเห็นพ้องต้องกันอย่างเอกฉันท์ โดยเฉพาะเมื่อตรวจสอบกับข้อมูลในโลกแห่งความจริง

หากเราสำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับผลพวงของ MNCs หรือ FDI ต่อประเทศกำลังพัฒนา แง่มุมที่คาดหวังต่อเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนายังไม่ชัดเจน งานวิจัยหลายชิ้นชี้ให้เห็นว่าผลดี

ของ FDI ตามมุมมองของสำนักเสรีนิยมใหม่ไม่ได้เกิดขึ้นจริง เช่น ไม่เกิดการถ่ายทอดเทคโนโลยี เป็นต้น มีหน้าซ้ำ FDI กลับส่งผลกระทบต่อประเทศกำลังพัฒนาภายใต้ ‘สถาบัน’ แบบเสรีนิยมใหม่ เช่น ทำให้การลงทุนในประเทศลดลง ตัวอย่างของงานวิจัยเหล่านี้ ได้แก่

- Aitken and Harrison (1999) ศึกษาข้อมูลในระดับโรงงานในประเทศเวเนซุเอล่า พบว่าการเติบโตของผลิตภาพของโรงงานภายในประเทศมีความสัมพันธ์ทางลบกับการเข้ามาของ MNCs นั้นหมายความว่า การถ่ายทอดเทคโนโลยีจาก MNCs ผ่าน FDI ไปยังบริษัทพื้นถิ่นไม่ได้เกิดขึ้นจริงในระดับโรงงาน
- Hanson (2001) ศึกษาผลของ FDI โดยดูข้อมูลระดับโรงงานภายในประเทศ พบว่า FDI ทำให้ผลิตภาพลดลง เนื่องจาก FDI ส่งผล ‘เบียดออก’ (Crowd out) แก่บริษัทท้องถิ่น ทำให้การลงทุนภายในประเทศลดลง และทำให้กำไรของบริษัทท้องถิ่นลดลง
- Agosin and Mayer (2000) ศึกษาโดยใช้เศรษฐกิจ พบว่า ผลเบียดออกต่อการลงทุนภายในประเทศจาก FDI เกิดขึ้นในภูมิภาคละตินอเมริกา ขณะที่ในภูมิภาคเอเชีย FDI ทำให้การลงทุนภายในประเทศสูงขึ้น (Crowd in) และภูมิภาคแอฟริกา มีผลเบียดเข้า เช่นเดียวกับภูมิภาคเอเชียแต่น้อยกว่ามาก
- Epstein (2000) ชี้ว่า นโยบายที่ตั้งใจดึงดูด FDI เช่น การยกเว้นภาษี ไม่สามารถดึงดูด FDI ได้จริง ในทางตรงกันข้าม กลับสร้างต้นทุนแก่เศรษฐกิจ เช่น ทำให้รายได้ภาครัฐลดลง ปัจจัยสำคัญในการดึงดูด FDI คือขนาดของตลาดของประเทศผู้รับต่างหาก มิใช่ นโยบายส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐ
- Braunstein and Epstein (2002) แสดงให้เห็นว่า แม้จีนเป็นประเทศใหญ่ มีฐานผู้บริโภคกว้างมหาศาล มีแรงงานราคาถูก ซึ่งน่าจะเป็นทุนสำคัญในการเพิ่มอำนาจต่อรองของประเทศให้สูง จนสามารถเก็บเกี่ยวประโยชน์จาก FDI ได้เต็มที่ แต่กลับปรากฏว่า ผลด้านบวกของ FDI ต่อการจ้างงานและค่าจ้างแรงงานมีขนาดจำกัด ภาคการลงทุนภายในประเทศและการส่งออกมีผลต่อการจ้างงานและค่าจ้างของจีนสูงกว่า FDI มาก ในทางตรงกันข้าม FDI กลับส่งผลด้านลบต่อการลงทุนภายในประเทศ (Crowd out) และรายได้ของรัฐบาล โดยทำให้การลงทุนภายในประเทศและรายได้ของรัฐบาลลดลง
- Epstein (2002) ใช้โมเดลเศรษฐกิจ วิเคราะห์ข้อมูลของ 70 ประเทศ ในช่วงปี 1960-1977 พบว่า ปัจจัยที่ดึงดูด FDI ได้แก่ อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ และอัตราการเติบโตของการส่งออก ส่วนอัตราเงินเฟ้อไม่ได้ส่งผลกระทบต่ออัตราการไหลเข้าของ FDI ในทางตรงกันข้าม อัตราเงินเฟ้อระดับต่ำหรือพอเหมาะมีความสัมพันธ์ทางเดียวกันกับการไหลเข้าของ FDI

- Harrison and McMillan (2002) พบว่า FDI ไม่ได้ช่วยแก้ปัญหาการขาดแคลนเงินทุนของบริษัทท้องถิ่น แต่กลับทำให้บริษัทท้องถิ่นเข้าถึงแหล่งเงินทุนยากขึ้น เพราะบริษัทต่างชาติเข้ามาแข่งขันกู้เงินจากสถาบันการเงินในประเทศกับบริษัทท้องถิ่น ซึ่งในสายตาของสถาบันการเงินในประเทศ การปล่อยกู้ให้กับบริษัทต่างชาติมีความเสี่ยงน้อยกว่า

ผลของงานวิจัยในระดับโรงงาน เช่น Aitken and Harrison (1999) และ Hanson (2001) แสดงให้เห็นว่าการเข้ามามีบทบาทของ MNCs ไม่ได้ช่วยถ่ายทอดเทคโนโลยีแก่ผู้ผลิตภายในประเทศเสมอไป ซึ่งเป็นผลการศึกษาที่แตกต่างจากงานวิจัยในยุคต้นที่มักใช้ข้อมูลระดับอุตสาหกรรมมาทำการวิเคราะห์ และมักพบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างผลิตภาพของประเทศ ผู้รับการลงทุนกับการเข้ามาของ MNCs กระนั้น เป็นการยากจะชี้ชัดว่า ระหว่างการเข้ามามีบทบาทในเศรษฐกิจของ MNCs กับผลิตภาพของประเทศ อะไรเป็นเหตุ อะไรเป็นผล การเข้ามาของ MNCs ทำให้ผลิตภาพของประเทศดีขึ้น หรือเพราะระดับของผลิตภาพที่สูงช่วยดึงดูดให้ MNCs เข้ามามาก

อำนาจต่อรองของรัฐบาลเบื้องหน้าทุนต่างชาติ

ในหัวข้อ ‘วิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ’ ได้มีการพูดถึงความสัมพันธ์ระหว่าง (1) นโยบายการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ (2) การเข้ามาของ FDI และ MNCs (3) อคติในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวดเพื่อกีดอัตราเงินเฟ้อให้ต่ำ และ (4) อำนาจต่อรองของแรงงาน

กล่าวโดยสรุป นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่ง เห็นว่า ‘สงครามแย่งชิง FDI’ มิได้เป็นพลังขับเคลื่อนประเทศกำลังพัฒนาสู่ความรุ่งเรืองทางเศรษฐกิจ หากพลังขับเคลื่อนสู่ความเสื่อมที่นำเศรษฐกิจไปสู่ระดับคุณภาพที่มีสวัสดิการต่ำลง และความไม่เท่าเทียมในกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจที่สูงขึ้น เนื่องจาก กติกาที่ส่งเสริมการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศบั่นทอนอำนาจต่อรองของแรงงาน ชุมชน และรัฐชาติลง ขณะที่ทำให้อำนาจต่อรองของกลุ่มทุนต่างชาติหรือบรรษัทข้ามชาติมีแนวโน้มสูงขึ้น (โปรดดูเนื้อหาในหัวข้อ 4.2 หัวข้อย่อยที่ 5 ประกอบ) ซึ่งจะส่งผลให้ประเทศผู้รับการลงทุนปรับพฤติกรรมทำตัวเป็น ‘เด็กดี’ ในสายตาของทุนต่างชาติ เพราะหากประเทศใดมีนโยบายเศรษฐกิจแบบชัดใจ หรือไม่เสนอผลประโยชน์แก่ทุนต่างชาติในระดับสูง (ซึ่งในหลายกรณี ‘คนใน’ ต้องเป็นผู้จ่ายราคา) เงินทุนก็จะโยกบินหนีไปลงทุนที่อื่น เนื่องจาก มีทางเลือกในการลงทุนเปิดกว้างไปทั่วโลก

เมื่อเป็นเช่นนี้ แต่ละประเทศ โดยเฉพาะประเทศกำลังพัฒนา จึงมุ่งโรมรันใน ‘สงครามแย่งชิงเงินทุนต่างชาติ’ โดยพยายามต่อสู้แข่งขันเพื่อดึงดูดและรักษาเงินลงทุนจากต่างชาติไว้ อาจด้วยการแข่งขันลดระดับความเข้มข้นของการกำกับควบคุมทุน การลดภาษี การลดค่าจ้างแรงงานให้ต่ำ การไม่บังคับใช้กฎหมายแรงงานอย่างจริงจัง เป็นต้น

หากวิเคราะห์เชิงยุทธศาสตร์ ถ้าประเทศหนึ่งลดค่าจ้างหรือลดภาษีเพื่อดึงดูดทุนต่างชาติ แต่ประเทศอื่นไม่ปรับลดตาม ประเทศนั้นย่อมได้ประโยชน์เนื่องจากสามารถดึงดูดทุนไหลเข้าได้ แต่หากทุกประเทศต่างแข่งขันกันลดค่าจ้างหรือลดภาษีลง ผลได้จากการแข่งขันย่อมไม่ตกอยู่กับประเทศใดเลย เพราะเมื่อประเทศหนึ่งลด แต่ละประเทศจะไม่ยอมเสียเปรียบกันและกัน ต้องลดค่าจ้างหรือภาษีตามไปสู่ระดับเดียวกัน

ท้ายที่สุด ทุกประเทศจะกลับสู่ระดับภาษีและค่าจ้างเท่ากันอีก นักลงทุนต่างชาติก็จะไม่รู้สึกแตกต่างไม่ว่าจะลงทุนที่ใด ส่วนแบ่งตลาดของทุนต่างชาติที่แต่ละประเทศได้รับย่อมกลับมาเท่าเดิม แต่ที่กลับแย่ลงก็คือระดับภาษีและค่าจ้างอยู่ต่ำกว่าเดิมอันเนื่องมาจากการแข่งขัน สวัสดิการส่วนรวมของทั้งโลกกลับยิ่งแย่ลง ทั้งนี้ กรณีที่เลวร้ายที่สุดก็คือ เมื่อประเทศลงทุนเข้าร่วมสงครามแย่งชิงเงินทุนต่างชาติ โดยยอมลดภาษี ยอมลดค่าจ้าง แต่ท้ายที่สุด ไม่มีเงินทุนไหลเข้าประเทศ หรือไหลเข้าน้อยจนไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สุทธิแก่ประเทศนั้น

หากสงครามแย่งชิงเงินทุนต่างชาติยิ่งรุนแรง ยิ่งเพิ่ม ‘ทางเลือกในการถอนตัว’ (Exit Option) ให้แก่กลุ่มทุนต่างชาติ และเมื่อทางเลือกในการถอนตัวมีมากขึ้นและมีมูลค่าสูงขึ้น อำนาจต่อรองของทุนต่างชาติต่อประเทศผู้รับก็ยิ่งมากขึ้นตามไปด้วย

อำนาจต่อรองของกลุ่มทุนต่างชาติหรือ MNCs ส่งผลโดยตรงต่อเศรษฐกิจของประเทศผู้รับการลงทุน หากอำนาจต่อรองของกลุ่มทุนต่างชาติสูง ยากที่ประเทศผู้รับจะเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากทุนไหลเข้าได้เต็มที่ การได้รับค่าจ้างที่สูงขึ้น แรงงานได้รับสวัสดิการที่ดีขึ้น การได้รับการถ่ายทอดเทคโนโลยี ก็จะเกิดยากขึ้น

คำถามสำคัญคือ “อะไรเป็นตัวกำหนดอำนาจต่อรองของ MNCs ?”

หัวใจสำคัญของคำถามข้างต้นก็คือ จะเพิ่มอำนาจต่อรองของแรงงาน ชุมชน และรัฐบาลของประเทศผู้รับอย่างไร ให้สู้กับอำนาจต่อรองของ MNCs ที่ทวีสูงขึ้นภายใต้ ‘สถาบัน’ แบบเสรีนิยมใหม่ เพื่อให้ประเทศกำลังพัฒนาได้รับประโยชน์จาก MNCs และ FDI อย่างเต็มที่

Crotty, Epstein และ Kelly (1998) เสนอว่า MNCs และ FDI จะมีผลด้านลบต่อประเทศผู้รับทุน หากอำนาจต่อรองของ MNCs อยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับอำนาจต่อรองของประเทศผู้รับทุน ทั้งนี้ อำนาจต่อรองของ MNCs ขึ้นกับปัจจัยสำคัญสามประการ ได้แก่

ประการแรก ระดับความต้องการใช้ปัจจัยรวมของเศรษฐกิจ หากความต้องการใช้ปัจจัยรวมของประเทศผู้รับทุนอยู่ในระดับต่ำ ประเทศนั้นก็ต้องพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศเพื่อสร้าง

เศรษฐกิจให้เติบโตตามที่คาดหวัง เมื่อระดับการพึ่งพิงทุนต่างชาติมีมาก อำนาจต่อรองของ MNCs ย่อมมากขึ้นตามไปด้วย และอำนาจต่อรองของประเทศย่อมลดลง

ประการที่สอง ธรรมชาติของการแข่งขันภายในประเทศและต่างประเทศ หากประเทศมีสภาพการแข่งขันในตลาดอย่างรุนแรง ทั้งการต่อสู้ในประเทศและระหว่างประเทศ เพื่อแย่งชิง FDI อำนาจต่อรองของ MNCs ยิ่งสูงขึ้น อำนาจต่อรองของประเทศลดลง

ประการที่สาม กติกาทางเศรษฐกิจภายในประเทศและต่างประเทศ อำนาจต่อรองของ MNCs จะสูงขึ้น หากในประเทศมีกติกาทางเศรษฐกิจที่ส่งเสริมการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรี และการลดบทบาททางเศรษฐกิจของภาครัฐ และหากมีกติกาทางเศรษฐกิจของโลกที่เป็นไปในทางเอื้ออำนวยให้แต่ละประเทศเข้าร่วมสงครามแห่งการแย่งชิง FDI

ดังนั้น หากประเทศผู้รับทุนต้องการได้ประโยชน์จาก FDI อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วยก็ต้องสร้าง ‘สถาบัน’ ที่เอื้ออำนวยให้สามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จาก FDI ได้ นั่นคือ ต้องรักษาระดับความต้องการใช้จ่ายมวลรวมของเศรษฐกิจให้สูง พยายามเข้านำพาเศรษฐกิจเข้าสู่ระดับการจ้างงานเต็มที่ โดยใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัวอย่างยั่งยืน และออกแบบกติกาและสถาบันที่จำกัดความสูญเสียจากการแข่งขันทั้งในระดับประเทศและระดับโลก

ในระดับประเทศ ต้องลดการแข่งขันในทางแย่งกันลดค่าจ้างและสภาพการทำงาน มีการสร้างเครือข่ายรองรับทางสังคม ใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls) ในบางระดับจนกระทั่งประเทศผู้รับมีความพร้อมในเชิงสถาบัน และให้ประเทศสามารถดำเนินนโยบายเศรษฐกิจขยายตัวควบคู่ไปด้วยได้ อีกทั้ง หาก FDI จะยังประโยชน์แก่เศรษฐกิจของประเทศผู้รับ FDI ต้องก่อให้เกิดผลแห่งการถ่ายโอนเทคโนโลยี ไม่ลดส่วนแบ่งตลาดของบริษัทท้องถิ่น ทั้งนี้ รัฐอาจต้องเข้ามามีบทบาทส่งเสริมการถ่ายโอนเทคโนโลยีจาก MNCs ไปยังบริษัทท้องถิ่น

ในระดับโลก ต้องมี ‘สถาบัน’ ที่ส่งเสริมความร่วมมือระหว่างประเทศและลดการแข่งขันแบบบ้าดีเดือด เช่น ห้ามแข่งขันกันลดภาษีระหว่างประเทศ มีมาตรฐานด้านแรงงานที่เป็นสากล องค์การโลกบาลทางเศรษฐกิจไม่ควรกดดันประเทศกำลังพัฒนาให้เปิดประเทศ เป็นต้น นั่นคือ ต้องมีการออกแบบระเบียบเศรษฐกิจโลกที่มีประสิทธิภาพและความเป็นธรรม

6. มาตรการกำกับและควบคุมทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

6.1 ปรัชญาและเหตุผล

จากเนื้อหาในส่วนของวิวาทะว่าด้วยการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ (หัวข้อที่ 4) และวิวาทะว่าด้วย FDI และ MNCs (หัวข้อที่ 5) จะเห็นว่า นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ นโยบายที่ดีที่สุดสำหรับทุกประเทศในทุกเงื่อนไขและทุกสถานการณ์ เมื่อมีการดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในโลกแห่งความจริงภายใต้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ ผลประโยชน์จากการเปิดเสรีระหว่างประเทศตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักทำนายไว้ อาจไม่เกิดขึ้นจริง ในขณะที่ต้นทุนของการใช้นโยบายดังกล่าวกลับเพิ่มสูงขึ้น

คำถามสำคัญสำหรับประเทศกำลังพัฒนาประเทศหนึ่งก็คือ เราควรจะใช้ชีวิตอยู่ในกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจอย่างไร เพื่อให้บรรลุเป้าหมายในการพัฒนาเศรษฐกิจเพื่อให้ผู้คนในประเทศอยู่ดีกินดีและอยู่เย็นเป็นสุข เราควรมี ‘ท่าที’ และ ‘วิธีการ’ ทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอย่างไร เพื่อเศรษฐกิจที่เติบโต เป็นธรรม มั่นคง และยั่งยืน

‘มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls)’ เป็นคำตอบหนึ่งต่อคำถามข้างต้น ซึ่งมีนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนหนึ่งนำเสนอให้เป็นนโยบายเศรษฐกิจสำคัญอันหนึ่งสำหรับประเทศกำลังพัฒนา

ปีศาจที่จำเป็น?

หลังวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 กองทุนการเงินระหว่างประเทศและนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ชี้แนะจำนวนมากที่เคยสนับสนุนการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศอย่างเต็มที่ (ด้วยเหตุผลดังเช่นหัวข้อ 4.1) เริ่มเรียนรู้ปัญหาจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ และเริ่มกำหนด ‘ข้อแม้’ หรือ ‘เงื่อนไข’ ของการสนับสนุนนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ¹⁹

สำหรับนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ปัญหาโดยตัวของมันเอง และไม่ใช่ปัญหาโดยตัวระบบทุนนิยมตลาดเสรีหรืออุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ แต่ผลกระทบด้านลบที่เกิดขึ้น เช่น วิกฤตการณ์การเงิน มีสาเหตุมาจากความไม่พร้อมเชิงสถาบันต่างหาก นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่บางคนไปไกลถึงขนาดมีความคิดว่า เหตุที่ประเทศกำลัง

¹⁹ โปรดดู ตัวอย่างเช่น IMF (2000), Fischer (2002) เป็นต้น

พัฒนาเผชิญวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ภาษีเพราะดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงิน แต่เป็นเพราะไม่เปิดเสรีการเงินอย่างเต็มที่โดยสมบูรณ์ต่างหาก

ตัวอย่างของปัจจัยเชิงสถาบันภายในประเทศที่เรียกว่าอ่อนแอและไม่ถึงพร้อม เช่น ระบบการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารเป็นไปอย่างไม่โปร่งใส ระบบกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศอ่อนแอและไม่ทันต่อการเปลี่ยนแปลง ลักษณะทุนนิยมอุปถัมภ์ (Crony Capitalism) เป็นแกนหลักของระบบเศรษฐกิจ เป็นต้น การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศภายใต้ข้อจำกัดดังกล่าวอาจนำมาซึ่งปัญหาเศรษฐกิจในบั้นปลายได้

ภายหลังจากวิกฤตการณ์การเงินเอเซียปี 1997 ข้อเสนอหลักในการปฏิรูประบบการเงินระหว่างประเทศขององค์กร โลกบาลทางเศรษฐกิจอย่างกองทุนการเงินระหว่างประเทศ รวมถึงนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่จำนวนมาก คือ การปฏิรูประบบกำกับและตรวจสอบภาคการเงินภายในประเทศให้เข้มแข็ง การสร้างกลไกป้องกันความเสี่ยงในตลาดการเงินที่ดีขึ้น และการสร้างความโปร่งใสในภาคการเงิน เช่น การเปิดเผยข้อมูลข่าวสารอย่างทั่วถึงและถูกต้อง เพื่อลดปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์ในตลาดการเงิน นักลงทุนจะได้ตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

หัวใจของข้อเสนอหลักเหล่านี้ยังคงอยู่ที่ความพยายามทำให้ตลาดการเงินระหว่างประเทศใกล้เคียงภาวะตลาดแข่งขันสมบูรณ์ให้มากที่สุด โดยเชื่อว่า ตลาดไม่มีปัญหาโดยตัวมันเอง ปัญหาเกิดขึ้นเพราะตลาดทำงานไม่ได้อย่างสมบูรณ์ หากทำให้ตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ทุกสิ่งทุกอย่างก็จะราบรื่นเรียบร้อย มีคุณภาพ มีประสิทธิภาพ และมีเสถียรภาพ ข้อเสนอเหล่านี้ยังคงยึดหลักการให้ตลาดทำหน้าที่จัดสรรทรัพยากรต่อไป ยังคงจำกัดบทบาทของรัฐเป็นเพียงผู้กำกับดูแล เช่นเดิม แต่เรียกร้องให้รัฐทำหน้าที่ในการกำกับดูแลในทางที่ทำให้ตลาดสมบูรณ์ที่สุด ปรับปรุงกฎกติกาให้ทันสมัยเป็นสากลขึ้น และกำกับดูแลอย่างมีประสิทธิภาพขึ้น รวมทั้งให้ภาครัฐมีระบบบริหารจัดการที่ดี (Good Governance) นั่นคือ การกำกับดูแลแบบโปร่งใส เปิดเผย มีกฎเกณฑ์กติกาที่ชัดเจน และตรวจสอบได้

นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่เริ่มมองมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในแง่มุมใหม่ เปลี่ยนจาก ‘ปีศาจร้าย’ เป็น ‘ปีศาจร้ายที่จำเป็น’ โดยเห็นว่า การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศบางประเภทในบางสถานการณ์เป็นสิ่งที่ยอมรับได้ จนกว่าประเทศนั้นจะมีความเข้มแข็ง และมีความพร้อมในเชิงสถาบันสำหรับการเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างเต็มที่ต่อไป²⁰ ซึ่งเมื่อถึงพร้อมระดับหนึ่งแล้ว มาตรการดังกล่าวก็ไม่จำเป็นและควรยกเลิกเสีย

²⁰ งานเขียนเกี่ยวกับมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของนักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นหลังจากวิกฤตการณ์การเงินเอเซียปี 1997 หลายชิ้นมีข้อสรุปในทางบวกต่อมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ อาทิเช่น Bhagwati (1998) Krugman (1998) Rodrik (1998) Stiglitz (2002) เป็นต้น

แล้วปล่อยให้ตลาดการเงินทำงานอย่างเสรีต่อไป แต่ในช่วงที่ประเทศยังมีความอ่อนแอทางด้านปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและปัจจัยเชิงสถาบัน มาตรการดังกล่าวมีประโยชน์ในการลดโอกาสเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจด้านต่างๆ

นอกจากนั้น อาจกล่าวได้ว่า กองทุนการเงินระหว่างประเทศก็เริ่มมองมาตรการดังกล่าวด้วยสายตาที่เป็นมิตรมากขึ้นกว่าเดิม ตัวอย่างเช่น Stanley Fischer รองผู้จัดการกองทุนการเงินระหว่างประเทศ เขียนไว้ใน Fischer (2002) ตอนหนึ่งว่า “กองทุนการเงินระหว่างประเทศให้การสนับสนุนอย่างระมัดระวังต่อการใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าบนพื้นฐานของกลไกตลาด ดังเช่น โมเดลของซิติ” หรือ John Odling-Smee ผู้อำนวยการส่วนงานยุโรป II ของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ให้สัมภาษณ์ใน IMF Survey เดือนมีนาคม 2003 ว่า ประเทศเศรษฐกิจใหม่ เช่น รัสเซีย อาจได้รับประโยชน์จากการปรับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในบางสถานการณ์²¹

แม้กระทั่ง สื่อมวลชนสายเศรษฐกิจที่ยึดมั่นในอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ อย่าง The Economist ยังสรุปผลสำรวจเกี่ยวกับการเงินโลก ว่า “มาตรการจำกัดเงินทุนไหลเข้าบางประเภท (ไม่ใช่จำกัดเงินทุนไหลออก) เป็นประโยชน์ต่อประเทศกำลังพัฒนาจำนวนมาก”²²

ทางออกที่จำเป็น?

แม้ว่านักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่จำนวนมากจะเริ่มตั้งคำถามต่อการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ และเริ่มให้คุณค่าต่อมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศขึ้นบ้าง แต่สำหรับนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกที่มีมุมมองต่อการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศด้วยเหตุผลดังเช่นหัวข้อ 4.2 ยังมองว่า มุมมองใหม่ดังกล่าวแม้จะมาถูกทางขึ้น แต่ยังไม่เพียงพอ

กล่าวโดยสรุป นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกมีความเห็นว่า การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเป็นปัญหาโดยตัวของมันเอง เช่นเดียวกับตลาดการเงินและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ที่เป็นปัญหาโดยตัวของมันเอง แม้ประเทศจะมีปัจจัยเชิงสถาบันที่เข้มแข็งก็มิอาจจัดปัญหาอันมีรากฐานมาจากธรรมชาติอันผันผวนไร้เสถียรภาพของการลงทุนและตลาดการเงินได้ ต่อให้ตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ปัญหาที่ยังคงเกิดขึ้น

ในแง่นี้ โลกที่มีปัญหาความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสารหรือโลกที่ตลาดทำงานได้ไม่สมบูรณ์และไม่มีประสิทธิภาพ เป็นโลกแบบ ‘ปกติ’ ที่เป็นอยู่ทั่วไป มิใช่โลกแบบ ‘พิเศษ’ ที่อยู่ใน ‘โลกเสมือน’ ของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก ในทางตรงกันข้าม โลกแบบ ‘ปกติ’ ใน ‘โลก

²¹ อ้างจาก Forbes (2007)

²² The Economist, “A Cruel Sea of Capital: A Survey of Global Finance.” 05/03/98, pp. 24 อ้างจาก Forbes (2007)

เสมือน' ของทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลัก ซึ่งตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ต่างหาก ที่เป็นโลกแบบ 'พิเศษ' ซึ่งยากยิ่งที่จะเป็นจริงใน 'โลกจริง' ที่เราใช้ชีวิตอยู่

'สถาบัน' หรือ 'พื้นฐานเศรษฐกิจ' ที่เข้มแข็งอาจช่วย 'ลดโอกาส' ในการเกิดวิกฤตการณ์การเงินหรือ 'บรรเทา' ความรุนแรงของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น แต่มีอาจ 'ป้องกัน' ได้ และไม่ได้จัดการปัญหาที่ต้นเหตุ ทั้งนี้เพราะธรรมชาติแห่งความผันผวนไร้เสถียรภาพ อันเกิดจากธรรมชาติของการลงทุนและพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์ของนักลงทุน ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่มีปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์เป็นปกติธรรมดา ก็ยังคงดำรงอยู่ รวมถึงปัญหาจากผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน (Contagion effects) ที่รุนแรงขึ้นภายใต้สถาบันแบบเสรีนิยมใหม่

เช่นนี้แล้ว ข้อเสนอขององค์กรการเงินระหว่างประเทศและนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ที่มุ่งเน้นในการสร้างตลาดที่สมบูรณ์แบบ และระบบบริหารจัดการที่ดีในตลาดการเงินทั้งในประเทศและระหว่างประเทศ จึงยังไม่เพียงพอ เพราะไม่สามารถจัดต้นเหตุแห่งปัญหาอันเกิดจากธรรมชาติของการเปิดเสรีได้ อาทิเช่น ความผันผวนของการลงทุน ปัญหาข้อมูลข่าวสารไม่สมบูรณ์ในตลาดการที่ความรุนแรงของผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน การที่ความรุนแรงของพฤติกรรมการลงทุนแบบตามแห่และพฤติกรรมเก็งกำไร นอกจากนี้ การหวังพึ่งทุนข้ามชาติยังลดความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจในประเทศ เพิ่มอำนาจต่อรองให้บริษัทข้ามชาติเหนือรัฐ ชุมชน และแรงงาน และสร้างอคติในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคในทางเข้มงวด (Deflationary-biased Macroeconomic Policy) ดังที่ได้อธิบายไว้ในหัวข้อที่ผ่านมา

นักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจึงเสนอ 'ทางออก' ที่สามารถแก้ปัญหายังรากฐานของการเปิดเสรีทางการเงินได้มากกว่า นั่นคือ การลดความผันผวนของทุนเคลื่อนย้าย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น อันเป็นต้นเหตุสำคัญที่สร้างความผันผวนไร้เสถียรภาพ มาตรการที่นักเศรษฐศาสตร์กลุ่มนี้เสนอคือ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในรูปแบบต่างๆ ซึ่งถูกออกแบบมาเพื่อลดความผันผวนจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยเพิ่มต้นทุนให้กับการไหลเข้าออกของเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนเพื่อการเก็งกำไรเป็นสำคัญ

ในช่วงวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 เป็นที่น่าสังเกตว่า ประเทศที่ไม่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 คือประเทศที่ใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ดังเช่น ประเทศชิลี ประเทศจีน ประเทศอินเดีย และประเทศมาเลเซีย เป็นต้น

สำหรับนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือก มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไม่ใช่ 'ปีศาจที่จำเป็น' แต่เป็น 'ทางออกที่จำเป็น' ในการใช้ชีวิตอยู่ในกระแสโลกาภิวัตน์เสรีนิยมใหม่ และมาตรการดังกล่าวมิได้มีประโยชน์ต่อประเทศกำลังพัฒนาที่มีปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจและปัจจัยเชิงสถาบันอ่อนแอเพียงช่วงเปลี่ยนผ่านเท่านั้น เพราะวิกฤตการณ์การเงินไม่ได้

เกิดจากปัจจัยด้านความอ่อนแอหรือความไม่พร้อมเชิงสถาบันของประเทศเพียงฝ่ายเดียว แต่มีรากฐานมาจากธรรมชาติอันผันผวนและเต็มไปด้วยความเสี่ยงของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศต่างหาก ซึ่งพร้อมจะลงโทษทั้งประเทศร่ำรวยเข้มแข็งและประเทศยากจนอ่อนแอ

6.2 นิยามของมาตรการ

Epstein, Grabel and Jomo (2005) นิยามว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ หมายถึง นโยบายที่มุ่งกำกับ ควบคุม และจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของภาคเอกชน ทั้งทุนไหลเข้า (Capital Inflows) และทุนไหลออก (Capital Outflows) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการกับ ‘ขนาด’ (Volume) ‘องค์ประกอบ’ (Composition) และ ‘การจัดสรร’ (Allocation) ของทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยกำหนดข้อจำกัดและเงื่อนไขว่าด้วยการไหลเข้าหรือไหลออกของทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ความสามารถในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ต่างประเทศโดยคนในประเทศ ความสามารถในการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ในประเทศโดยคนต่างประเทศ การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น รวมถึงสร้างกติกาในการจัดสรรทุนต่างชาติไปยังภาคเศรษฐกิจภายในประเทศ

ฉะนั้น Epstein, Grabel and Jomo (2005) จัดกลุ่มให้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เป็นเพียงส่วนหนึ่งของมาตรการใหญ่ที่เขาเรียกว่า มาตรการว่าด้วยการจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Management Techniques) เท่านั้น อีกส่วนหนึ่งคือ มาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศ (Prudential Management of Domestic Financial Institutions) เช่น การจัดทำแบบรายงานของสถาบันการเงินต่อองค์กรกำกับดูแล การกำหนดมาตรฐานเงินทุนของธนาคาร การกำหนดเงื่อนไขการจัดสรรเงินทุนในประเทศ การจำกัดขอบเขตการประกอบธุรกรรมของสถาบันการเงินท้องถิ่นและต่างชาติ เนื่องจาก มาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินในประเทศส่งผลต่อการไหลเข้าออกของทุนเช่นกัน และมาตรการย่อยทั้งสองส่งผลกระทบซึ่งกันและกัน ทั้งผลที่มีลักษณะเสริมกันและขัดกัน²³

²³ Epstein, Grabel and Jomo (2005) ศึกษา การนำมาตรการว่าด้วยการจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Management Techniques) ไปใช้ใน 8 ประเทศตัวอย่าง ซึ่งแยกมาตรการออกเป็น 2 ส่วนย่อย ได้แก่ (1) มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls) และ (2) มาตรการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศ (Prudential Management of Domestic Financial Institutions) ในรายงานฉบับนี้ จะกล่าวถึงเฉพาะ (1) เท่านั้น

6.3 ประเภทของมาตรการ

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศมีหลายประเภทและหลายระดับแตกต่างกันออกไปตามแต่ละประเทศจะเลือกใช้ โดยไม่มีสูตรสำเร็จตายตัว โดยทั่วไป มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ แบ่งออกเป็น 2 รูปแบบใหญ่ๆ ได้แก่

1. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยตรง (Direct or Administrative Capital Controls)

หมายถึง มาตรการจำกัดการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โดยตรงทั้งเชิงปริมาณ (จำกัดจำนวนของทุน) และคุณภาพ (จำกัดประเภทของทุน) โดยทางการเข้ามามีบทบาทในการกำกับควบคุมตลาดเงินและตลาดทุนที่เชื่อมโยงกับตลาดต่างประเทศ แทนที่จะปล่อยให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนอย่างเสรีระหว่างประเทศ ตัวอย่างรูปธรรมของมาตรการ ได้แก่

- การจำกัดเพดานของปริมาณเงินทุนไหลเข้าหรือไหลออก
- ห้ามเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศและเงินลงทุนในสินทรัพย์การเงินจากต่างประเทศไหลออกก่อนระยะเวลาที่กำหนด
- ห้ามเงินต่างชาติเข้ามาลงทุนในกิจกรรมบางประเภทเป็นการเฉพาะ เช่น ห้ามลงทุนในสินทรัพย์การเงิน (Portfolio Investment) หรือห้ามลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เพราะมีความผันผวนและความเสี่ยงสูง จนมีโอกาสนำประเทศสู่วิกฤตการณ์การเงินได้มาก
- ห้ามคนต่างชาติซื้อสินทรัพย์การเงินในตลาดเงิน
- ห้ามคนต่างชาติทำ SWAP ที่ไม่ผูกติดกับธุรกรรมการค้า
- การกำหนดให้การเคลื่อนย้ายเงินทุนต้องได้รับอนุมัติจากทางการ ซึ่งอาจขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของเจ้าหน้าที่ (Discretionary-based) หรือขึ้นอยู่กับกฎกติกาของทางการ (Rule-based)

2. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยอ้อม (Indirect or Market-based Capital Controls)

หมายถึง มาตรการที่ไม่ได้จำกัดการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศโดยตรง แต่ปล่อยให้ตลาดการเงินทำงานภายใต้การบังคับใช้เครื่องมือบางประเภทจากทางการ เช่น ภาษี การกักตุนสำรอง (Reserve Requirement) ซึ่งส่งผลกระทบต่อการค้าตัดสินใจเคลื่อนย้ายทุน โดยมาก มาตรการเหล่านี้จะเพิ่มต้นทุนและลดอัตราผลตอบแทนการลงทุนของเงินลงทุนจากต่างประเทศบางประเภท ส่วนใหญ่มุ่งจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น ตัวอย่างรูปธรรมของมาตรการ ได้แก่

- การเก็บภาษีธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศโดยตรง เช่น แนวคิด Tobin Tax หรือ Entrance Tax ทั้งนี้อัตราภาษีอาจเปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลาที่ทุนอยู่ในประเทศ หรือตามประเภทของทุน เช่น ทุนต่างชาติอายุ 3 เดือน เผชิญอัตราภาษีสูงกว่าทุนอายุ 6 เดือน เงินลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้นเผชิญอัตราภาษีสูงกว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ การเก็บภาษีธุรกรรมระหว่างประเทศทุกประเภทยกเว้น FDI การเก็บภาษีเงินกู้ต่างประเทศ เป็นต้น
- การเก็บภาษีธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศโดยอ้อม เช่น มาตรการกักตุนสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ หรือที่เรียกว่า Non-interest-bearing Compulsory Reserve/Deposit requirement หรือ Unremunerated Reserve Requirement (URR) มาตรการดังกล่าวเป็นการบังคับให้กันเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศส่วนหนึ่งจากทั้งหมดตามอัตราที่กำหนดเป็นเงินสำรองที่ไม่ได้รับดอกเบี้ยหรือผลตอบแทนอื่นใด ธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินต้องนำฝากเงินสำรองส่วนนั้น ไว้ที่ธนาคารกลาง โดยได้อัตราดอกเบี้ย 0% ซึ่งอาจกำหนดให้ฝากเป็นเงินตราสกุลต่างประเทศ หรือเงินท้องถิ่นที่มูลค่าเทียบเท่าก็ได้ ทั้งนี้ทางการอาจมีข้อกำหนดเพิ่มเติมเกี่ยวกับประเภทของเงินทุนต่างชาติที่ต้องอยู่ภายใต้มาตรการนี้ เช่น ยกเว้น FDI หรือออกแบบให้ส่งผลถึงการตัดสินใจนำเงินทุนออกนอกประเทศในอนาคต เช่น หากนำเงินออกก่อน 1 ปี จะไม่คืนเงินสำรองให้ เป็นต้น

นอกจากจัดแบ่งตามลักษณะการควบคุมเป็นการควบคุมโดยตรงและโดยอ้อมแล้ว มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอาจจัดแบ่งประเภทตามเป้าหมายในการจัดการเงินทุนต่างหากกัน ได้แก่

1. มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า (Controls on Capital Inflows)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการเงินทุนไหลเข้า ในกรณีที่มีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก (โดยส่วนใหญ่ เงินทุนไหลเข้าที่สร้างปัญหาคือเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นหรือ ‘เงินร้อน’ ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อการเก็งกำไรในหลักทรัพย์หรือพันธบัตร) จนส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศผู้รับการลงทุนแข็งค่าขึ้นเกินกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้ระดับความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศ (Degree of Competitiveness) ลดลง ส่งผลกระทบต่อภาคส่งออก เพราะราคาสินค้าส่งออกของประเทศแพงขึ้น ทำให้ปริมาณการส่งออกลดลง และส่งผลต่อเนื่องทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง และอาจสร้างปัญหาการขาดทุนบัญชีเดินสะพัดในบั้นปลายได้

ประเทศที่มักเผชิญปัญหานี้คือ ประเทศเศรษฐกิจใหม่ ที่เปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในระดับสูง แต่ตลาดเงินและตลาดทุนยังไม่กว้าง ลึก และแข็งแกร่งเพียงพอ ปัญหาจะยิ่งทวีความรุนแรงขึ้นหากประเทศดังกล่าวนี้มีระดับของการเปิดประเทศ (Degree of Openness)²⁴ สูง และพึ่งพิงภาคส่งออกเป็นหลักในกระบวนการพัฒนาเศรษฐกิจ (มีสัดส่วนของมูลค่าการส่งออกต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (X/GDP) สูง

ตัวอย่างของประเทศที่ใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า เช่น ประเทศบราซิล (1993-1997) ประเทศชิลี (1991-1998) ประเทศโคลัมเบีย (1993-1998) ประเทศมาเลเซีย (1994) เป็นต้น

2. มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก (Controls on Capital Outflows)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกมีวัตถุประสงค์เพื่อจัดการเงินทุนไหลออกในกรณีที่ประเทศเผชิญปัญหาวิกฤตการณ์การเงินอย่างรุนแรงจนกลุ่มทุนต่างชาติหมดความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจของประเทศ หรือมีการโจมตีค่าเงินในประเทศผู้รับทุน โดยเทขายเงินสกุลท้องถิ่น ซื้อเงินตราต่างประเทศ ปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้นักลงทุนถอนเงินลงทุนออกนอกประเทศ หรือไม่ต่ออายุหนี้ต่างประเทศที่ครบกำหนด ซึ่งล้วนสร้างแรงกดดันให้อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศอ่อนค่าลงอย่างรุนแรง จนส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงิน ภาคเศรษฐกิจจริง และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

เช่นเดียวกัน ประเทศที่มักเผชิญปัญหานี้คือ ประเทศเศรษฐกิจใหม่ ที่เปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในระดับสูง พึ่งพิงเงินทุนต่างชาติ โดยเฉพาะเงินทุนระยะสั้น หรือหนี้ต่างประเทศ เป็นเชื้อเพลิงหลักในการพัฒนาเศรษฐกิจและการพัฒนาตลาดเงินตลาดทุน ทำให้เศรษฐกิจมี

²⁴ ระดับของการเปิดประเทศคำนวณจากสัดส่วนของภาคต่างประเทศในมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ หรือ $[(X+M) / GDP] * 100$ โดยมีหน่วยเป็น %

ธรรมชาติของความผันผวน และเผชิญความเสี่ยงที่ทุนระยะสั้นจะถอนทุนออกไปอย่างรวดเร็วในปริมาณมาก จนนำมาซึ่งวิกฤตการณ์การเงิน และเศรษฐกิจตกต่ำ

ประเทศที่ใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก เช่น ประเทศมาเลเซีย (1998) ประเทศสเปน (1992) อาร์เจนตินา (2002) เป็นต้น

6.4 ประโยชน์และต้นทุนของมาตรการ

งานวิจัยจำนวนมากได้ศึกษาผลของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศต่อตัวแปรเศรษฐกิจต่างๆ เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ ราคาของทุน (capital cost) อัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น งานส่วนใหญ่ใช้ระเบียบวิธีเศรษฐมิติที่พยายามหาข้อสรุปภาพรวมจากการใช้ข้อมูลของหลายประเทศมาทำการวิเคราะห์ (Cross-sectional Econometric Analysis)²⁵ หรือศึกษาวิเคราะห์กรณีหลัง เนื้อหา และผลงาน เป็นรายประเทศ (Case Study Analysis)²⁶ เนื้อหาในส่วนนี้จะรวบรวมรายการผลกระทบของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศทั้งในส่วนประโยชน์และต้นทุน เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการประเมินผลประโยชน์สุทธิของการใช้มาตรการดังกล่าวในแต่ละประเทศ

ประโยชน์ของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ มีข้อดีดังนี้

1. มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยสร้างเสถียรภาพทางการเงิน (*Financial Stability*)

²⁵ โปรดดู Epstein and Schor (1992), Grilli and Milesi-Ferreti (1995), Edwards (1999 และ 2001) เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปจากงานศึกษาที่ใช้วิธีเศรษฐมิติมีข้อพิงระวัง เนื่องจาก การแปลงระดับความเข้มข้นของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศให้เป็นข้อมูลตัวเลขยังไม่มีการระเบียบวิธีที่เป็นที่ยอมรับอย่างเป็นทางการ รวมถึง ความบกพร่องเชิงคุณภาพของข้อมูลบัญชีทุนที่แยกแยะทุนระยะสั้นและทุนระยะยาวออกจากกัน เช่น หนี้ระยะสั้นอาจมีการต่ออายุอยู่ตลอด ในขณะที่การลงทุนระยะยาวในสินทรัพย์การเงินอาจขายทำกำไรในช่วงสั้นๆ ในตลาดรองได้ นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยเชิงนโยบายและสภาพแวดล้อมที่ไม่สามารถควบคุมได้ อีกมากมาย แต่ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

²⁶ โปรดดู Ariyoshi et al. (2000), Rajaraman (2001), Kaplan and Rodrik (2002), Epstein, Grabel and Jomo (2005) เป็นต้น

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยลดความผันผวนของภาคการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงช่วยบรรเทาภาวะตื่นตระหนกทางการเงินเมื่อสถาบันการเงินมีปัญหา ทั้งหมดเป็นการช่วยลดโอกาสสู่วิกฤตการณ์การเงินที่รุนแรงภายหลังจากเศรษฐกิจเริ่มมีปัญหา เช่น วิกฤตค่าเงิน สถาบันการเงินล้มละลาย นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวยังช่วยลดความรุนแรงจากผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงินที่เกิดขึ้นในภูมิภาคด้วย

2. มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยส่งเสริมเงินทุนต่างประเทศประเภทที่พึงปรารถนา

เงินทุนต่างประเทศประเภทที่พึงปรารถนา หมายถึง เงินลงทุนระยะยาว ที่ไม่ผันผวน มีเสถียรภาพ และช่วยสร้างงาน สร้างรายได้ ให้แก่เศรษฐกิจของประเทศ รวมถึงสร้างโอกาสในการถ่ายทอดเทคโนโลยีให้แก่ประเทศผู้รับการลงทุน เช่น การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment - FDI) เป็นต้น

งานวิจัยหลายชิ้น เช่น Epstein, Grabel and Jomo (2005) ระบุว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศส่งผลในการเปลี่ยนองค์ประกอบของเงินทุนไหลเข้า โดยทำให้สัดส่วนของทุนระยะยาวเพิ่มสูงขึ้น และสัดส่วนของทุนระยะสั้นลดต่ำลง ทั้งนี้เนื่องจาก มาตรการดังกล่าวเพิ่มต้นทุนให้แก่เงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นและเงินทุนเพื่อการเก็งกำไร ดังนั้น โครงสร้างสิ่งจูงใจจึงเป็นไปทางส่งเสริมทุนระยะยาวที่มีเสถียรภาพ มีความยั่งยืน และให้ประโยชน์แก่ภาคเศรษฐกิจจริง ในการกลับกัน เป็นการลงโทษทุนระยะสั้นที่ไร้เสถียรภาพ และสร้างความผันผวนจนกระทบภาคเศรษฐกิจจริง

3. มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยเพิ่มความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ โดยเฉพาะนโยบายการเงิน

การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคมักต้องเผชิญภาวะได้อย่าง-เสียอย่างระหว่างการรักษาเสถียรภาพภายใน (การจ้างงานอย่างเต็มที่) และการรักษาเสถียรภาพภายนอก (การรักษาดุลบัญชีเดินสะพัด การรักษาการเงิน) ตัวอย่างเช่น เมื่อประเทศเผชิญปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด มีการใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังแบบหดตัว เพื่อลดหรือแก้การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด แต่นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่ใช้กลับส่งผลด้านลบต่อเศรษฐกิจภายใน เพราะทำให้การจ้างงานลดลง การผลิตลดลง และเศรษฐกิจเติบโตน้อยลง เป็นต้น

หรือหากประเทศทำการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ โดยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ ย่อมต้องตรึงอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง เพื่อดึงดูดเงินทุนไหลเข้า และรักษาค่าเงินไว้ การ

ตรึงอัตราดอกเบี้ยส่งผลให้การลงทุนและการบริโภคภายในประเทศลดลง ซึ่งทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง

การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยให้ประเทศมีความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินมากขึ้น เพราะทำให้การเคลื่อนย้ายทุนตอบสนองต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศน้อยลง เพิ่มความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและอัตราดอกเบี้ยภายนอกประเทศได้มากขึ้น (ภายใต้ต้นนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศและภายนอกประเทศเคลื่อนไหวเข้าหากัน) ทำให้ทางการสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจภายในประเทศได้มากขึ้น เช่น หากเศรษฐกิจตกต่ำก็สามารถลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ โดยไม่ต้องกังวลว่าทุนต่างชาติจะไหลออก และไม่ต้องกังวลถึงผลของการลดดอกเบี้ยต่ออัตราแลกเปลี่ยนมากนัก

4. มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยลดความรุนแรงของวิกฤตการณ์การเงิน และช่วยให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วขึ้น

ในช่วงที่ประเทศอยู่ภายใต้วิกฤตการณ์เศรษฐกิจ ซึ่งมีภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศช่วยสร้างสิ่งแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เอื้ออำนวยต่อการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบขยายตัว เพื่อเพิ่มการจ้างงาน เพิ่มรายได้ และเพิ่มอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยลดภาวะได้อย่างเสียอย่างระหว่างการรักษาเสถียรภาพภายในและภายนอกประเทศลง นับว่าเป็นการบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจและสังคมในช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้อย่างดี และทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วขึ้น

ความมีอิสระในการดำเนินนโยบายเพื่อตอบสนองเป้าหมายในประเทศมีประโยชน์สำหรับประเทศที่มีปัญหาเศรษฐกิจ โดยเฉพาะประเทศที่มีหนี้ต่างประเทศสูง มีระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่หรือมีการจัดการอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเข้มข้น และมีระดับการเปิดประเทศสูง มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศทำให้ทางการมีอำนาจเหนือเครื่องมืออัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย โดยสามารถตัดสินใจลดดอกเบี้ยโดยเผชิญหน้ากับข้อจำกัดไม่มาก เช่น ไม่ต้องกังวลเรื่องเงินไหลออก ไม่ต้องกังวลในการรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยให้ใกล้เคียงกับของโลก ซึ่งเป็นข้อจำกัดสำคัญภายใต้การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ

ต้นทุนของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ มีข้อเสีย ดังนี้

1. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศทำลายความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างประเทศ ทำให้เงินทุนเก่าไหลออก และเงินทุนใหม่ไม่กล้าไหลเข้า จนส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว

ในเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ การเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศกลายเป็น ‘กฎเหล็ก’ ที่ล่วงละเมิดมิได้ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจึงถูกโจมตีว่าเป็นสิ่งที่เป็นไปได้ ฝืนกระแส และไม่เหมาะสมภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่ถูกครอบงำด้วยอุดมการณ์เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ หากมีการนำมาใช้ นักลงทุนต่างชาติจะหมดความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจของประเทศ พยายามถอนเงินลงทุนออกจากประเทศ ไม่นำเงินลงทุนใหม่เข้ามาในประเทศ ทำให้ขาดแคลนเงินทุน เสียโอกาสในการพัฒนาเศรษฐกิจ และทำให้เศรษฐกิจเสียหายทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยเฉพาะการทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลงในระยะยาว²⁷

2. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศทำให้ราคาของทุน (Capital cost) สูง

มาตรการดังกล่าวทำให้ราคาของทุนสูง เนื่องจาก นักลงทุนต้องจ่ายต้นทุนในการนำทุนเข้าและส่งออกสูงขึ้น รวมทั้งเผชิญความเสี่ยงของระบบที่สูงขึ้น เช่น แม้ว่า ณ วันที่นำเงินทุนเข้าประเทศจะนำเข้ามาได้อย่างเสรี แต่ในอนาคตอาจไม่สามารถนำเงินทุนออกได้อย่างเสรี ในประเทศที่มีประวัติของการควบคุมทุน นักลงทุนต่างชาติอาจจะต้องการพรีเอมิยมในการตัดสินใจลงทุน²⁸ ทำให้ราคาของทุน ที่ใช้เป็นเชื้อเพลิงในการพัฒนาเศรษฐกิจแพงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนและการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศได้

งานวิจัยบางชิ้น เช่น Ocambo (2002) ชี้ว่า ธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลาง (SMEs) ได้รับผลกระทบจากการเพิ่มสูงขึ้นของราคาทุนมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศได้กว้างขวางและหลากหลายกว่า หากมาตรการควบคุมทุนส่งผลให้เงินทุนในประเทศขาดแคลน ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ซึ่งเข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างประเทศได้ยาก ต้องเผชิญต้นทุนการกู้ยืมในตลาดทุนในประเทศสูงขึ้น ทำให้ต้นทุนในการประกอบธุรกิจสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อเนื่องถึงเศรษฐกิจส่วนรวมของประเทศ

²⁷ กระนั้น งานวิจัยหลายชิ้นชี้ว่า อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจไม่ได้ลดลงจากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ โปรดดู Rodrik (1998), Eichengreen (2002) เป็นต้น

²⁸ โปรดดู Miller (1999) ซึ่งชี้ว่า นักลงทุนต้องการพรีเอมิยมในประเทศที่ใช้มาตรการกำกับควบคุมเงินทุนไหลออก เช่น มาเลเซีย ในช่วงหลังวิกฤตการณ์การเงิน 2540

3. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศก่อให้เกิดต้นทุนในการบริหารจัดการ (Administrative costs) และเปิดช่องให้มีการคอร์รัปชันและการหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจจากการหลีกเลี่ยงมาตรการ

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศที่เคยใช้กันไม่มีมาตรการใดที่สมบูรณ์แบบ แต่ส่วนมีช่องโหว่ให้หลีกเลี่ยงได้ จึงต้องมีการปรับแก้มาตรการเพื่อปิดช่องโหว่อยู่เสมอ นอกจากนั้น มาตรการทำนองนี้มักเปิดช่องให้เจ้าหน้าที่ของรัฐใช้ดุลยพินิจในการอนุมัติการทำธุรกรรมต่างๆ จึงเป็นช่องทางให้เกิดการคอร์รัปชันและการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ นอกจากนั้น การบังคับใช้นโยบายดังกล่าวอาจมีความจำเป็นต้องสร้างระบบกำกับดูแลขึ้นใหม่ เช่น หน่วยงานใหม่ หรือฝ่ายที่ทำหน้าที่รับผิดชอบใหม่ หรือการออกกฎหมายหรือกฎระเบียบใหม่ ซึ่งส่วนมีต้นทุนในการบริหารจัดการที่ต้องจ่าย มีพิกัดต้องพูดถึงประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรโดยรัฐ ซึ่งหลายฝ่ายมองว่ามีประสิทธิภาพต่ำกว่าระบบตลาดเสรี

4. มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศส่งผลเสียต่อการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศ รวมทั้งทำให้การรักษาวินัยในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคลดลง

การปกป้องตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศจากคลื่นลมของโลกาภิวัตน์ ทำให้ประเทศไม่ต้องเผชิญแรงกดดันในการพัฒนาตลาดเงินและตลาดทุนของประเทศให้ลึกและกว้างขึ้น อีกทั้งทำให้การปรับตัวเชิงนโยบายและการปรับตัวของภาคเอกชนให้เท่าทันต่อการเปลี่ยนแปลงของโลกไม่เกิดขึ้นหรือเกิดขึ้นช้าลง

นอกจากนั้น เมื่อมีการใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศประเทศมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัว ซึ่งส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อภาวะขาดดุลงบประมาณและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด

7. กรณีศึกษา: มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลี

ประเทศชิลีเป็นตัวอย่างของเศรษฐกิจใหม่ที่น่ามาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามาใช้แก้ปัญหาเศรษฐกิจมหภาค เนื่องจาก เผชิญปัญหาเงินทุนไหลเข้าจำนวนมาก ภายหลังจากการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ซึ่งสร้างความผันผวนต่ออัตราแลกเปลี่ยน ทำให้เกิดปัญหา Overvaluation และส่งผลกระทบต่อส่งออก และภาคเศรษฐกิจจริง ปัญหาดังกล่าวเกิดขึ้นกับ

ประเทศกำลังพัฒนาหลายประเทศภายหลังการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ หากมีการบริหารจัดการเงินทุนไหลเข้าไม่ดี อาจนำมาซึ่งวิกฤตการณ์การเงินและวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของประเทศชิลี ซึ่งได้รับความสนใจมากและเป็นต้นแบบของหลายประเทศ ได้แก่ มาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ หรือที่เรียกว่า Non-interest-bearing Compulsory Reserve/Deposit requirement หรือ Unremunerated Reserve Requirement (URR) ซึ่งช่วยลดความผันผวนของเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้น ทั้งนี้ ชิลีใช้มาตรการดังกล่าวควบคู่ไปกับมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศอื่นๆ อีกหลายมาตรการ

ภายหลังวิกฤตการณ์การเงินเอเชีย 2540 นักเศรษฐศาสตร์จำนวนมากให้ความสนใจศึกษาการทำงานของมาตรการดังกล่าว เพราะประเทศชิลีถูกมองว่าประสบความสำเร็จในการจัดการทุนไหลเข้า แตกต่างจากประเทศในเอเชียตะวันออกหลายประเทศซึ่งเผชิญวิกฤตการณ์เศรษฐกิจในบั้นปลายจากความรู้ความสามารถในการจัดการทุนต่างชาติ ตัวอย่างของชิลีแสดงให้เห็นว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศถือเป็นมาตรการ ‘ป้องกัน’ ประเทศออกจากวิกฤตการณ์การเงินได้ หากมีการบังคับใช้อย่างเหมาะสม โดยที่ต้นทุนในการบังคับใช้ไม่ได้สูงมากอย่างที่เกรงกลัวกัน

7.1 ภูมิหลัง

แม้ประเทศชิลีจะใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในช่วงทศวรรษ 1990 แต่ประเทศชิลีไม่ใช่ประเทศที่หันหลังให้กับการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่อย่างสิ้นเชิง หากแต่พยายามผสมผสานนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกบางประเภทเข้ากับฐานนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่อย่างค่อนข้างลงตัว โดยพยายามดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ไปพร้อมกับการสร้างเศรษฐกิจให้มีเสถียรภาพทั้งภายในและภายนอกประเทศอย่างยั่งยืน กล่าวคือ พยายามดำเนินนโยบายเศรษฐกิจบนฐานของ ‘ตลาด’ แต่ให้ ‘รัฐ’ กำกับควบคุมส่วนที่ตลาดล้มเหลวในการจัดการ เช่น ความผันผวนในตลาดการเงินระหว่างประเทศ ความเป็นธรรมทางเศรษฐกิจ รวมถึงการสร้างสถาบันภายในประเทศให้เข้มแข็ง

ในช่วงต้นทศวรรษ 1980 ประเทศชิลีเผชิญวิกฤตการณ์การเงิน เศรษฐกิจมีปัญหาดัชนีราคาเงินเฟ้อสูง ขาดดุลการค้า ขาดดุลบัญชีเดินสะพัด อัตราแลกเปลี่ยนผันผวน หนี้ต่างประเทศสูง และระบบธนาคารพาณิชย์อ่อนแอ รัฐบาลในขณะนั้นพยายามจัดการปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้าด้วยการลดอัตราเงินเฟ้อ โดยใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด รักษาดุลการค้า ดุลบัญชีเดินสะพัด และรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนให้อยู่ในระดับที่แข่งขันได้ระหว่างประเทศ อีกทั้งได้จัดทำแผนปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อสร้างเศรษฐกิจที่มีเสถียรภาพและยั่งยืน โดยอาศัยประสบการณ์การเรียนรู้จากปัญหา

ในช่วงสองทศวรรษก่อนหน้า นอกจากนั้น ยังเน้นนโยบายส่งเสริมการส่งออก (ใช้ Export-led Economic Model) การส่งเสริมการค้าเสรี การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ การปฏิรูปภาคการเงินและระบบธนาคาร การส่งเสริมการศึกษา การกระจายรายได้ และนโยบายช่วยเหลือคนยากจนและคนว่างงาน

ในช่วงครึ่งหลังของทศวรรษ 1980 สภาพเศรษฐกิจของประเทศซึ่ดีขึ้นมาก การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดลดลงจาก 11% ของ GDP ในปี 1984 เป็น 1% ของ GDP ในปี 1988 ระหว่างปี 1984-1988 เศรษฐกิจเติบโตเฉลี่ยปีละ 5.7% จนรัฐบาลเริ่มผ่อนคลายความเข้มงวดในการดำเนินนโยบายการคลังลงในปี 1988

เศรษฐกิจซึ่เข้าสู่ช่วงร้อนแรงในปี 1989 พร้อมไปกับการลดลงของอัตราดอกเบี้ยโลก ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยของซึ่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง เพื่อกีดไม่ให้เงินเพื่อสูงและรักษาค่าของอัตราแลกเปลี่ยน อีกทั้ง ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 ประเทศเศรษฐกิจใหม่หลายประเทศเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ นักลงทุนต่างชาติจึงสนใจที่จะไปลงทุนและปล่อยกู้ให้กับประเทศเศรษฐกิจใหม่เหล่านั้น ผลที่เกิดขึ้นกับซึ่คือ มีการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติอย่างมหาศาลเริ่มตั้งแต่ปี 1989 เมื่อเปิดเสรีการเงิน และมีทุนไหลเข้ามหาศาล จึงส่งผลกระทบต่อให้ค่าเงินแข็งขึ้น และส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินภายในประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อไปยังภาคเศรษฐกิจจริง

ในการรับมือทุนไหลเข้าระหว่างประเทศในช่วงเริ่มต้น ประเทศซึ่ใช้เครื่องมือ Sterilization เพื่อไม่ให้ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นมากเกินไป โดยการออกพันธบัตรดูดซับเงินทุนต่างประเทศที่ไหลเข้า ซึ่งสร้างภาระต้นทุนแก่ธนาคารกลาง ซึ่งก็คือความแตกต่างระหว่างต้นทุนอัตราดอกเบี้ยในการออกพันธบัตร และผลได้จากการถือสินทรัพย์ต่างประเทศ²⁹ ผลของการทำ Sterilization ภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งค่อนข้างคงที่ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับสูง ซึ่งก็จะยิ่งดึงดูดให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้าเพิ่มมากขึ้นอีก ทำให้ทางการมีภาระในการทำ Sterilization ต่อไปเรื่อยๆ เป็นวงจรที่ไม่สิ้นสุด แต่การทำ Sterilization แต่ละรอบสร้างภาระให้แก่ธนาคารกลางไปเรื่อยๆ ทางการเห็นว่าหากมีมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะช่วยลดวงจรสร้างภาระหนี้ของธนาคารกลางได้ โดยลดความจำเป็นและขนาดของการทำ Sterilization ลง อีกทั้งยังช่วยปกป้องค่าเงินไม่ให้แข็งค่ามากเกินไป จนส่งผลกระทบต่อส่งออกได้ และช่วยลดความร้อนแรงของเศรษฐกิจ

มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจึงถูกนำมาใช้ในเดือนมิถุนายน 1991 แต่มิได้หมายความว่าประเทศซึ่ยกเลิกการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศแต่อย่างใด มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าเป็นมาตรการเสริม เพื่อไม่ให้การเปิดเสรีสร้างผลที่ไม่พึงปรารถนามากเกินไป โดยเฉพาะความผันผวน และผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริง

²⁹ Ariyoshi et al. (2000) ประเมินว่า ต้นทุนในการ Sterilization ของธนาคารกลาง ตกประมาณ 1% ของ GDP ระหว่างทศวรรษ 1990

มาตรการควบคุมทุนของประเทศชิลีเป็นมาตรการควบคุมโดยอ้อมผ่านระบบตลาด เช่น มาตรการกันสำรอง เสมือนหนึ่งเป็นการเก็บภาษีเงินลงทุนไหลเข้า โดยมีมาตรการควบคุมโดยตรงเป็นตัวเสริม เช่น การกำหนดระยะเวลาขั้นต่ำที่เงินทุนต่างชาติต้องอยู่ในประเทศ ทั้งนี้ควรกล่าวด้วยว่า มาตรการควบคุมทุนดังกล่าวทำงานภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่มีการจัดการในระดับสูง อย่าง Crawling Peg Exchange Rate Regime หรือระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ซึ่งปล่อยให้ค่าเงินแข็งหรืออ่อนได้ภายในช่วงเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนที่กำหนด

7.2 วัตถุประสงค์

ประเทศชิลีไม่ได้มุ่งหวังจะใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าเพียงชั่วคราวเพื่อลดแรงกดดันของการเก็งกำไรเพียงเท่านั้น แต่มองมาตรการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของชุดนโยบายเศรษฐกิจเพื่อสร้างเศรษฐกิจที่มีความเข้มแข็งและยั่งยืนในระยะยาว ทั้งนี้ วัตถุประสงค์หลักของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลี ได้แก่

1. รักษาเสถียรภาพของทุนไหลเข้า โดยมุ่งลดจำนวนและความผันผวนของเงินทุนไหลเข้า โดยเฉพาะเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นหรือ ‘เงินร้อน’ มาตรการดังกล่าวมุ่งป้องกันเศรษฐกิจจากความผันผวนทางการเงิน เช่น ไม่ให้อัตราแลกเปลี่ยนมีความผันผวนเกินไป ไม่ให้ประเทศเผชิญภาวะ ‘เงินร้อน’ ไหลออกอย่างมากและรวดเร็วในอนาคต เป็นต้น นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวช่วยปรับการคาดการณ์ของนักลงทุนไม่ให้คิดและลงทุนไปในทิศทางเดียวกันหมด (One-way Bet) ซึ่งจะช่วยให้คลายแรงจูงใจในการเก็งกำไรและป้องกันการถูกโจมตีค่าเงิน

2. ช่วยลดแรงกดดันของเงินทุนไหลเข้าต่ออัตราแลกเปลี่ยน ทำให้ค่าเงินของชิลีไม่แข็งค่ามากเกินไป จนบั่นทอนระดับความสามารถในการแข่งขันระหว่างประเทศ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาคส่งออก อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ และดุลบัญชีเดินสะพัด

3. ปรับโครงสร้างเงินทุนไหลเข้าให้มีสัดส่วนของเงินทุนระยะยาวเพิ่มขึ้น และลดสัดส่วนของเงินทุนระยะสั้นลง ซึ่งจะช่วยสร้างเสถียรภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืนของเศรษฐกิจในระยะยาว นอกจากนี้ยังมีจุดมุ่งหมายเพื่อให้เงินทุนไหลเข้าเป็นเงินเพื่อการลงทุนในส่วนของทุนเพิ่มขึ้น แทนที่การลงทุนในส่วนของหนี้

4. เพิ่มความเป็นอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อให้ตอบสนองเป้าหมายและผลประโยชน์ภายในประเทศได้มากขึ้น เช่น สามารถเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจหรือลดอัตราเงินเฟ้อ โดยส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนและดุลบัญชีเดินสะพัดน้อยลง

5. ลดภาระต้นทุนของธนาคารกลางในการจัดการทุนไหลเข้า เช่น ลดภาระของการทำ Sterilization ลง

7.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ

ประเทศชิลีเริ่มใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในเดือนมิถุนายน 1991 มาตรการหลักที่ใช้เป็นการผสมผสานระหว่างการควบคุมโดยอ้อม เช่น มาตรการกันสำรอง โดยมี มาตรการควบคุมโดยตรงเสริมบ้างเล็กน้อย เช่น มาตรการกำหนดให้เงินทุนไหลเข้าจากต่างชาติ ต้องอยู่ในประเทศภายในระยะเวลาที่กำหนด เนื้อหาในส่วนนี้จะมุ่งเน้นที่มาตรการกันสำรองเป็นหลัก

(1) มาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ (Unremunerated Reserve Requirement - URR)

ตลอดทศวรรษ 1990 มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของชิลีมีการเปลี่ยนแปลง อยู่ตลอดเวลาให้สอดคล้องเหมาะสมกับสถานการณ์เศรษฐกิจ ทั้งการปรับเปลี่ยน ‘ขอบเขต’ ของ การควบคุม (เช่น ประเภทของเงินทุนที่ถูกควบคุม) และการปรับเปลี่ยน ‘ขนาด’ ของการควบคุม (เช่น อัตราการกันสำรอง) ดังแสดงไว้ในตารางที่ 3

มาตรการกันสำรองเริ่มต้นใช้ในเดือนมิถุนายน 1991 โดยมีขอบเขตบังคับกับเงินกู้จาก ต่างประเทศ (Debt Flows) ในอัตราร้อยละ 20 โดยเครดิตที่เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ (ซึ่ง ต้องมีการค้าขายเกิดขึ้นจริงภายใน 6 เดือน) และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศได้รับยกเว้น ไม่ ต้องถูกกันสำรอง ดังนั้น เมื่อมาตรการกันสำรองบังคับใช้ เงินกู้ต่างประเทศทุก 100 เหรียญสหรัฐ ต้องกันสำรองไว้กับธนาคารกลางโดยไม่ได้รับดอกเบี้ย 20 เหรียญสหรัฐ โดยต้องฝากเงินสำรองที่ กันไว้กับธนาคารกลางตามระยะเวลาที่กำหนด และด้วยเหตุนี้การกันสำรองจึงเทียบได้เสมือนหนึ่ง การเก็บภาษีต่อหนึ่งหน่วยเวลา ยิ่งเงินทุนเข้ามาอยู่ในประเทศสั้นก็ยิ่งเสียภาษีดังกล่าวในอัตราที่ สูงขึ้น

หลังจากมาตรการที่ประกาศใช้ในคราวแรก ทางกรชิลีได้ปรับรายละเอียดของมาตรการ กันสำรองอีกหลายครั้ง โดยในด้าน ‘ขอบเขต’ ของการบังคับใช้ ในเดือนมกราคม 1992 ชิลีประกาศ ขยายประเภทของเงินทุนไหลเข้าที่ต้องกันสำรอง เพื่อแก้ปัญหาการหลบเลี่ยงมาตรการของนัก ลงทุน ได้แก่ การฝากเงินสกุลต่างประเทศไว้กับธนาคารพาณิชย์ ต่อมาในเดือนพฤษภาคม 1992 ชิลี ยังได้เพิ่มอัตราการกันสำรองจากร้อยละ 20 เป็นร้อยละ 30 เพื่อรับมือกับปัญหาที่หนักหน่วงขึ้น

ในช่วงปี 1995-1996 ขอบเขตการกันสำรองได้ขยายรวมไปถึง เงินไหลเข้าผ่านการฝากเงิน ในรูปของใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิง (SDRs: Secondary Depository Receipts) รวมถึงเงินลงทุนจากต่างประเทศที่มีธรรมชาติและโอกาสในการเก็งกำไร นั่นคือการลงทุนโดยตรงที่ลงทุนในธุรกรรมที่ไม่ก่อให้เกิดผลผลิต

ขณะที่อัตราการกันสำรองที่ตั้งไว้ร้อยละ 30 นั้น ซิลิได้บังคับใช้จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 ซึ่งสร้างผลลุกลามไปทั่ว จนเงินทุนไหลเข้าประเทศซิลิมีระดับลดลง จนกระทั่งปี 1998 อัตราการกันสำรองจึงถูกปรับลดให้เหลือร้อยละ 0 แทนจะทุกธุรกรรมการเงิน หรือแปลว่า แทนจะไม่มีการใช้มาตรการกันสำรองในทางปฏิบัติ

Gallego et al. (1999) มองว่า แม้อัตราการกันสำรองถูกปรับเหลือศูนย์ แต่เครื่องมือนี้ยังคงอยู่ในฐานะหนึ่งในทางเลือกเชิงนโยบายในอนาคต เพื่อข่มขู่ทางจิตวิทยาต่อนักลงทุนที่ต้องการเข้ามาเก็งกำไรค่าเงินซิลิว่าทางการอาจจัดมาตรการดังกล่าวกลับมาใช้ใหม่ได้ทุกเมื่อ ในขณะที่ Eichengreen (1999) เสนอเหตุผลอื่นที่สนับสนุนว่ามาตรการจัดการทุนไหลเข้าไม่มีความจำเป็น ในช่วงปี 1998 อีกต่อไปแล้ว ทั้งนี้เนื่องจากระบบธนาคารพาณิชย์มีความเข้มแข็งจากการปฏิรูประบบกำกับดูแลสถาบันการเงินในช่วงก่อนหน้านี้ จึงไม่จำเป็นต้องมีมาตรการที่บั่นทอนแรงจูงใจในการเข้ามาลงทุนของทุนต่างชาติอีก

อย่างไรก็ตาม Epstein et al. (2004) มีความเห็นว่า ประเทศซิลิไม่ควรยกเลิกมาตรการกันสำรองที่สำคัญในทางปฏิบัติ เพราะสถานการณ์เศรษฐกิจในเวลานั้นยังคงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากผลลุกลามจากวิกฤตการณ์การเงินในเอเชีย รัสเซีย และบราซิล รวมถึงสภาพปัญหาความไร้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงินในภูมิภาคละตินอเมริกา ซึ่งในเวลานั้น ประเทศอาร์เจนตินา บราซิล ปารากวัย และอุรุกวัย มีปัญหาทางเศรษฐกิจ Epstein et al. (2004) เสนอว่า ทางการควรธำรงมาตรการควบคุมทุนดังกล่าวไว้ โดยอาจจะลดระดับความเข้มข้นลงแต่ไม่ควรยกเลิกให้เหลือร้อยละ 0

Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ให้เหตุผลที่มาตรการกันสำรองมีชีวิตอยู่อย่างยาวนานในเศรษฐกิจซิลิว่า เป็นเพราะซิลิมีธรรมเนียมของการใช้มาตรการควบคุมเงินทุนมาพอสมควร ในขณะที่มาตรการกันสำรองถือว่าเป็นมาตรการที่ง่ายในการกำกับควบคุมโดยเปรียบเทียบกับมาตรการอื่นๆ อีกทั้ง ประเทศซิลิมีระดับของการคอร์รัปชั่นต่ำ จึงทำให้การแทรกแซงของรัฐโดยเครื่องมือที่อิงตลาดอย่างมาตรการกันสำรองนี้ไม่ถูกนำไปแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจ จนไม่เกิดประสิทธิผล

ตารางที่ 3: พัฒนาการของมาตรการกันสำรองเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศของประเทศชิลีและเหตุผลของการปรับเปลี่ยน

เวลาที่ปรับเปลี่ยน	รายละเอียดของมาตรการ	เหตุผลของการปรับเปลี่ยน
17 มิถุนายน 1991	เริ่มบังคับใช้มาตรการกันสำรองด้วยอัตรากันสำรองร้อยละ 20 โดยต้องกันสำรองกันไว้ 90 วันสำหรับสินเชื่อบริษัท 90 วัน และกันสำรองไว้ตามระยะเวลาเงินกู้สำหรับสินเชื่อบริษัทที่มีระยะเวลากำหนดชำระระหว่าง 90 วันถึง 1 ปี และกันสำรองไว้เป็นระยะเวลา 1 ปี สำหรับสินเชื่อบริษัทที่มีกำหนดชำระเกินกว่า 1 ปี เงินที่ถูกกันสำรองต้องนำฝากไว้ที่ธนาคารกลางในรูปของเงินตราสกุลเดียวกับเงินกู้จากต่างประเทศ โดยไม่มีดอกเบี้ย ธนาคารกลางสามารถใช้เงินที่กันสำรองไปปล่อยกู้ให้แก่ธนาคารอื่นๆ ในรูปเงินกู้ที่เป็นเงินตราต่างประเทศ และการกันสำรองยกเว้นสินเชื่อเพื่อการค้า ทั้งนี้ นักลงทุนมีทางเลือกสองทางคือสามารถเลือกที่จะถูกกันสำรองและเก็บไว้ที่ธนาคารกลางหรือยอมจ่ายค่าธรรมเนียมล่วงหน้า (Up-front fee) เป็นจำนวนเงินเท่ากับจำนวนดอกเบี้ยที่พึงได้จากเงินส่วนที่ต้องถูกกันสำรอง	เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายการเงิน ป้องกันการแข็งค่าของอัตราแลกเปลี่ยน สามารถใช้นโยบายที่ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในระดับสูงได้ ลดการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น เพิ่มการไหลเข้าของเงินลงทุนในส่วนของทุนและเงินลงทุนระยะยาว
27 มิถุนายน 1991	อนุญาตให้ผู้กู้สามารถปฏิบัติตามมาตรการกันสำรองด้วยการตกลงซื้อคืนพันธบัตรกับธนาคารกลาง โดยธนาคารกลางขายและซื้อคืนพันธบัตรที่มีมูลค่าเท่ากับการกันสำรองร้อยละ 20 (ที่ LIBOR) กล่าวคือ อนุญาตให้นักลงทุนจ่ายค่าธรรมเนียมล่วงหน้า (Up-front fee) แทนการถูกกันสำรองและไม่ได้ดอกเบี้ย	กลไกการซื้อคืนพันธบัตรเป็นการทำให้มีการกันสำรองทันที ส่งผลให้การบังคับใช้มาตรการและการควบคุมติดตามง่ายขึ้น
กรกฎาคม 1991	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงเงินกู้ปัจจุบันที่ได้รับการต่ออายุ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
มกราคม 1992	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงเงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศที่นำมาฝากไว้กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
พฤษภาคม 1992	เพิ่มอัตราการกันสำรองเป็นร้อยละ 30 โดยยกเว้นเงินกู้โดยตรงจากตลาดการเงินต่างประเทศที่กู้โดยบริษัท และเปลี่ยนระยะเวลาการกันสำรองเป็น 1 ปี สำหรับเงินกู้ทุกกำหนดระยะเวลาชำระ	เพื่อเพิ่มต้นทุนของเงินไหลเข้า และ ปรับเปลี่ยนระยะเวลาการกันสำรองให้เป็นมาตรฐานเดียวเพื่อให้่ายต่อการบังคับใช้
สิงหาคม 1992	บังคับใช้อัตราการกันสำรองร้อยละ 30 สำหรับทุกรูทกรรม และเพิ่มอัตราซื้อคืนมาเป็น LIBOR+ 2.5%	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ และเพิ่มต้นทุนของเงินไหลเข้า

ตุลาคม 1992	เพิ่มอัตราซื้อคืนมาเป็น LIBOR+ 4 %	เพื่อเพิ่มต้นทุนของเงินไหลเข้า
พฤษภาคม 1994	เงินที่ถูกกันสำรองสามารถฝากได้เป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐเท่านั้น โดยให้เริ่มบังคับใช้ในเดือนมกราคม 1995	เพื่อรักษาสถานะของเงินสกุลท้องถิ่น
กรกฎาคม 1995	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงการฝากเงินในรูปของใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงในสหรัฐ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
ธันวาคม 1995	การกู้ยืมเพื่อมาจ่ายหนี้ได้รับการยกเว้นการกันสำรอง	เงินกู้ครั้งใหม่ที่เข้ามาเพื่อจ่ายหนี้ก็มีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำลงและมีระยะเวลากำหนดชำระที่นานขึ้น
พฤษภาคม 1996	ขยายมาตรการกันสำรองให้ครอบคลุมถึงเงินลงทุนจากต่างประเทศที่มีธรรมชาติและโอกาสในการเก็งกำไร กล่าวคือ การลงทุนโดยตรงที่ไม่ก่อให้เกิดประสิทธิภาพทางการผลิต	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
ธันวาคม 1996	สินเชื่อบริษัทเล็กได้รับการยกเว้นจากการกันสำรอง ทั้งนี้ นิยามของบริษัทเล็กคือ สินเชื่อที่มีวงเงินต่ำกว่า 200,000 ดอลลาร์สหรัฐ หรือเงินกู้สะสมไม่เกิน 12 เดือน ซึ่งมีมูลค่าต่ำกว่า 500,000 ดอลลาร์สหรัฐ	เพื่อลดภาระการบริหารจัดการในการบังคับใช้มาตรการ
มีนาคม 1997	ปรับลดนิยามของสินเชื่อบริษัทเล็กเป็นสินเชื่อที่มีวงเงินต่ำกว่า 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ หรือเงินกู้สะสมไม่เกิน 12 เดือน ที่มีมูลค่าต่ำกว่า 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ	เพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการ
มิถุนายน 1998	อัตราการกันสำรองถูกลดลงเหลือร้อยละ 10 เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมเงินจากภายนอก โดยสินเชื่อบริษัทเล็กและเงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศยังคงใช้อัตราเดิม	เพื่อปรับตัวต่อสภาวะของตลาดทุนระหว่างประเทศ
กันยายน 1998	อัตราการกันสำรองถูกลดลงเหลือร้อยละ 0 ทั้งนี้ข้อบังคับให้นักลงทุนต่างชาติคงเงินลงทุนไว้ในประเทศไม่ต่ำกว่า 1 ปี ยังคงบังคับใช้	เพื่อปรับตัวต่อสภาวะของตลาดทุนระหว่างประเทศ

ที่มา Ariyoshi et al. (2000), pp.71 ส่วนรายละเอียดของ Up-front fee มาจาก Valdés-Prieto and Soto (1998)

แม้อัตราดอกเบี้ยสำรองลดลงเหลือร้อยละ 0 ในบางธุรกรรม และถูกยกเลิกในบางธุรกรรมแล้ว ในเดือนกันยายน 1998 แต่ประเทศชิลียังคงดำเนินมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าอื่นๆ อีก ดัง แสดงไว้ในตารางที่ 4

ตารางที่ 4: สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของชิลี ณ เดือนเมษายน 1999

ประเภทของเงินทุน	มาตรการกันสำรอง	เพดานขั้นต่ำของปริมาณการไหลเข้า	เครดิตขั้นต่ำที่ลงทุนได้	ระยะเวลาขั้นต่ำของเงินลงทุน
การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ - มีวัตถุประสงค์เฉพาะ - อื่นๆ	ไม่มี มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	U.S. \$ 1 ล้าน U.S. \$ 1 หมื่น	.....	1 ปี 1 ปี
กองทุนลงทุนจากต่างประเทศ (Foreign Investment Fund)	ไม่มี	U.S. \$ 1 ล้าน	.....	5 ปี
ใบแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงในอเมริกา - ขั้นพื้นฐาน - ขั้นที่สอง	ไม่มี มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	.....	BBB สำหรับธนาคาร BB สำหรับบริษัท	.....
การกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ - Official, Multilateral - Supplier Credit - โดยธนาคารพาณิชย์ - โดยภาคสาธารณะ - ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนโดยตรง	ไม่มี ไม่มี มี (ที่ร้อยละ 10 และได้รับดอกเบี้ย) ไม่มี มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	.....	.....	.....
พันธบัตรออกในตลาดต่างประเทศ - โดยธนาคารพาณิชย์ - โดยสถาบันไม่ใช่ทางการเงิน	มี (แต่ที่ร้อยละ 0) มี (แต่ที่ร้อยละ 0)	.....	A/B BB , BB-	4 ปี 2 ถึง 4 ปี และมากกว่า 4 ปี
สินเชื่อระยะสั้น	มี (ที่ร้อยละ 10 และได้รับดอกเบี้ย)	.....	.....	.....
สินเชื่อทางการค้า	ไม่มี	.....	.....	.....
เงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศ	มี (ที่ร้อยละ 10 และได้รับดอกเบี้ย)	.....	.....	.....

ที่มา: Ariyoshi et. Al. (2000), pp.79.

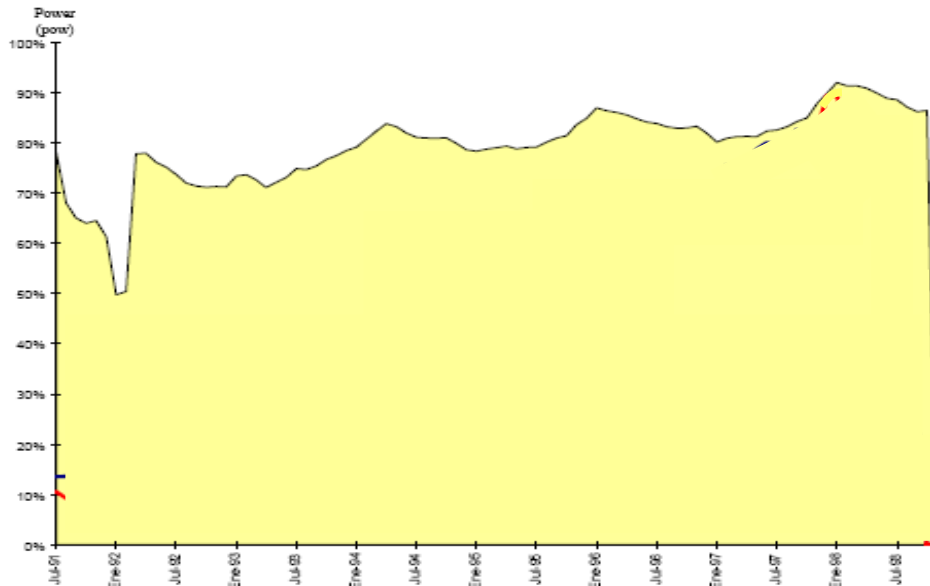
ตารางที่ 4 แสดงให้เห็นว่า ในปี 1999 มีคงมีมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าบางประเภทอยู่ ได้แก่ สินเชื่อระยะสั้น และเงินฝากในสกุลเงินตราต่างประเทศ แต่ข้อแตกต่างที่สำคัญคือเงินที่ถูกกันสำรองไว้จะได้รับผลตอบแทนอัตราดอกเบี้ย ซึ่งแตกต่างจากการใช้มาตรการเริ่มแรกที่ไม่ให้ผลตอบแทนเลย

การที่ชิลีพยายามปรับปรุงมาตรการกันสำรองไปตามสถานการณ์ และให้มีความยืดหยุ่น ไม่อ่อนเกินไปและไม่แข็งเกินไป อีกทั้งพยายามอุดช่องโหว่ที่พบในทางปฏิบัติ ทำให้มาตรการกันสำรองของชิลีมีบทบาทในเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องยาวนานนับทศวรรษ แตกต่างจากกรณีของประเทศอื่นที่ใช้มาตรการดังกล่าวเพียงช่วงขณะหนึ่ง เพื่อใช้แก้ปัญหาเฉพาะหน้าและเปิดพื้นที่ในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคเท่านั้น ดังเช่น กรณีของประเทศสเปนในปี 1992

Gallego et al. (1999) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดการตัดสินใจเปลี่ยนแปลงมาตรการกันสำรองของผู้กำหนดนโยบาย ซึ่งสะท้อนในรูปของการเปลี่ยนแปลงต้นทุนของมาตรการกันสำรอง พบว่า ปัจจัยที่ทำให้ทางการเพิ่มต้นทุนของมาตรการกันสำรอง ได้แก่ ส่วนต่างระหว่างอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิต่อ GDP อัตราดอกเบี้ยซึ่งปรับด้วยความเสี่ยงประเทศ (Country risk) และปริมาณเงินไหลเข้าสู่สุทธิยังประเทศกำลังพัฒนา ส่วนปัจจัยที่ทำให้ทางการลดต้นทุนของมาตรการกันสำรอง ได้แก่ สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิระยะยาวต่อ GDP การอ่อนค่าลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง อัตราดอกเบี้ยซึ่งปรับด้วยความเสี่ยงประเทศในช่วงเวลาก่อนหน้า และค่า power (ประสิทธิภาพ) ของมาตรการ

ประสิทธิภาพของมาตรการวัดได้จากสัดส่วนของเงินที่ถูกกันสำรองจริงต่อเงินที่ควรถูกกันสำรองทั้งหมด หรือที่ Gallego et al. (1999) เรียกว่า 'power' ของมาตรการ แผนภาพที่ 3 แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรองโดยเฉลี่ยแล้วสูงขึ้นเรื่อยๆ แม้ในช่วงแรกปีแรกที่เริ่มใช้จะมีประสิทธิภาพต่ำ เนื่องจากมีการหลบเลี่ยงสูง และความไม่มีประสิทธิภาพในการใช้บังคับ แต่ภายหลังทางการก็สามารถปรับตัวได้อย่างดี และทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

แผนภาพที่ 3: ประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรอง (1991-1998)



ที่มา Gallego et al. (1999)

ทั้งนี้ จากข้อมูลของธนาคารกลางชิลี พบว่า ในช่วงแรกของการใช้มาตรการกันสำรอง มาตรการมีขอบเขตครอบคลุมถึงร้อยละ 50 ของเงินไหลเข้าทั้งหมด หลังจากนั้น ขอบเขตของมาตรการ ลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 24 และเพิ่มสูงขึ้นเป็นร้อยละ 30-40 ของเงินทุนไหลเข้าทั้งหมดในปี 1995 หลังจาก มีการประกาศขยายฐานประเภทของเงินทุนไหลเข้าที่ต้องถูกกันสำรอง ข้อมูลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า มาตรการดังกล่าวมีขอบเขตครอบคลุมเงินทุนไหลเข้าในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับเงินทุนไหลเข้า ทั้งหมดของประเทศ

นอกจากจะช่วยแก้ปัญหาเศรษฐกิจแล้ว ผลพลอยได้ประการหนึ่งของมาตรการนี้คือ สร้าง รายได้ให้แก่ทางการชิลี แม้จะไม่สูงมากนัก Valdés-Prieto & Soto (1998) คำนวณรายได้จากอัตรา ดอกเบี้ยที่พึงได้จากเงินที่ถูกกันสำรองรวมกับค่าธรรมเนียมล่วงหน้า (Up-front fee) ซึ่งนักลงทุน สามารถจ่ายเพื่อทดแทนการถูกกันสำรองเงินทุน โดยมีมูลค่าเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่พึงได้จากเงินที่ถูก กันสำรอง ผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า รายได้ของทางการเพิ่มขึ้นจาก 6.3 ล้านดอลลาร์สหรัฐเมื่อเริ่มต้น เป็น 82.2-102.2 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 1996 โดยมีสัดส่วนของรายได้คิดเป็นร้อยละของ GDP เพิ่มขึ้นมาก จากร้อยละ 0.02 เป็นร้อยละ 0.11-0.13 ในช่วงเวลา 6 ปี

ตารางที่ 5: รายได้จากมาตรการกันสำรองของประเทศชิลี

ปี	รายได้ (ล้านเหรียญสหรัฐ)	ร้อยละของ GDP
1991	6.3	0.02
1992	27.2	0.06
1993	40.6	0.09
1994	63.0	0.12
1995	73.8	0.11
1996 ^{a.)}	82.2 / 102.2	0.11 / 0.13

ที่มา: Valdés-Prieto & Soto (1998)

หมายเหตุ: a.) หากรวมเงินได้จากการกันสำรองเงินฝากในประเทศในสกุลเงินต่างประเทศ รายได้จะเพิ่มขึ้นอีก 20 ล้านเหรียญสหรัฐเป็น 102.2 ล้านเหรียญสหรัฐ คิดเป็นร้อยละ 0.13 ของ GDP

รายได้ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เป็นเครื่องยืนยันอีกอย่างหนึ่งว่า ทางการชิลีสามารถปรับตัวในการใช้มาตรการดังกล่าวได้อย่างเหมาะสมขึ้นตามสถานการณ์ เช่น การเพิ่มขอบเขตการครอบคลุมประเภทของเงินทุน และอุดช่องโหว่จากการหลบเลี่ยงมาตรการ ซึ่งส่งผลให้ประสิทธิภาพของมาตรการกันสำรองเพิ่มขึ้น

ดังที่ได้กล่าวไว้ตอนต้น มาตรการกันสำรองช่วยเพิ่มอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน กล่าวคือ ธนาคารกลางสามารถทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศได้มากขึ้นเมื่อเทียบกับกรณีไม่มีการใช้มาตรการ โดยไม่เพิ่มแรงจูงใจให้เงินทุนต่างชาติไหลเข้ามากขึ้น เพราะต้องเผชิญต้นทุนจากมาตรการกันสำรอง

ตารางที่ 6 แสดงข้อมูลความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริง (Real Interest Rate Differential) ในช่วงปี 1991-1997 ซึ่งอยู่ระหว่างร้อยละ 3.6-6.6 และแสดงต้นทุนของเงินกู้ต่างประเทศ ซึ่งอยู่ภายใต้มาตรการกันสำรอง ซึ่งทำให้ต้นทุนของการกู้เงินระยะยิ่งสั้นยิ่งสูงกว่าเงินกู้ระยะยิ่งยาว ยกเว้นในช่วงก่อนเดือนพฤษภาคม 1992 ที่ยังไม่มีการกำหนดให้กันสำรองเต็ม 1 ปีไม่ว่าเงินกู้จะมีอายุใดก่อนเท่าใดก็ตาม จากตารางจะเห็นว่า ต้นทุนจากมาตรการต่อเงินกู้ที่มีอายุ 3 เดือนสูงกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริงตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 1992 เรื่อยมา และต้นทุนจากมาตรการต่อเงินกู้ที่มีอายุ 6 เดือนสูงกว่าความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริงในปี 1994 1995 และ 1997

ตารางที่ 6: ต้นทุนของมาตรการกันสำรองของประเทศชิลี (1991-1997)

	ความแตกต่างของ อัตราดอกเบี้ยแท้จริง	ต้นทุนของมาตรการกันสำรอง (คิดเป็นร้อยละต่อปี) ¹		
		เงินกู้ยืม 3 เดือน	เงินกู้ยืม 6 เดือน	เงินกู้ยืม 1 ปี
1991	3.6	1.5	1.5	1.5
1992 (มกราคม-เมษายน)	6.6	1.1	1.1	1.1
1992 (พฤษภาคม-ธันวาคม)	6.6	7.7	3.9	1.9
1993	6.4	6.9	3.4	1.7
1994	4.1	9.4	4.7	2.4
1995	4.4	10.3	5.1	2.6
1996	5.2	9.4	4.7	2.4
1997	4.0	9.4	4.7	2.4

ที่มา: Ariyoshi et al. (2000), pp. 72.

หมายเหตุ ¹ ต้นทุนของมาตรการกันสำรองโดยเป็นร้อยละของเงินกู้ (URR tax rate in percent of loanable funds)

สามารถคำนวณได้จากสูตร $t = \frac{r(i^* + s)T}{(1 - r)D}$

โดยที่ t คือ ต้นทุนของมาตรการกันสำรอง (Implied tax rate) ต่อหนึ่งหน่วยเวลา ต่อเงิน 1 หน่วยที่ยังเหลือไว้หาประโยชน์ได้

r คือ อัตราการกันสำรอง (คิดเป็นร้อยละของทุนทั้งหมด)

i^* คือ ร้อยละอัตราดอกเบี้ยในสกุลเงินที่มีการบังคับใช้การกันสำรอง

s คือ อัตราดอกเบี้ยเพื่อชดเชย Country risk และ Credit risk ของนักลงทุน หากประเทศมี Country risk เพิ่มขึ้น จะต้องลดอัตราการกันสำรองลง หากต้องการให้ต้นทุนของเงินทุนมีระดับคงเดิม เช่น ในกรณีของชิลี ที่ลดอัตราการกันสำรองในปี 1998 หลังจากมีความเสี่ยงที่จะเกิดวิกฤติเศรษฐกิจจากผลลุลูกถามของวิกฤตการณ์การเงินในเอเชีย

T คือ ระยะเวลาที่กำหนดในมาตรการกันสำรอง

D คือ ระยะเวลาลงทุนของเงินทุนไหลเข้า

จากสูตรการคำนวณ ต้นทุนที่เกิดจากการกันสำรองมีลักษณะเหมือน Tobin Tax แบบบอสมมาตร เนื่องจากร้อยละของต้นทุนต่อขนาดของสินเชื่อกำหนดที่ ไม่ว่าเงินกู้จะมีกำหนดระยะเวลาชำนานเท่าใด ดังนั้น เมื่อคิดต่อหนึ่งหน่วยเวลา เงินกู้ที่อยู่ในประเทศระยะสั้นกว่าต้องเผชิญต้นทุนสูงกว่า

(2) มาตรการเสริม

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไม่ได้ทำงานด้วยตัวเองอย่างโดดเดี่ยว แต่ทำงานประกอบกับชุดนโยบายอื่นๆ ที่ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการ ตัวอย่างเช่น

- การกำหนดระยะเวลาขั้นต่ำที่เงินทุนต่างชาติต้องอยู่ภายในประเทศ (Minimum stay requirement หรือ Resident Requirement) มาตรการนี้เริ่มใช้ในเดือนมิถุนายน 1991 พร้อมกับมาตรการกันสำรอง โดยกำหนดให้เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) และการลงทุนในสินทรัพย์ (Portfolio Investment) ต้องอยู่ในประเทศไม่น้อยกว่า 1 ปี
- มาตรการกำหนดเงื่อนไขระดับเครดิตขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์และบริษัทที่สามารถกู้เงินต่างประเทศได้
- มาตรการกำหนดเงื่อนไขระดับเครดิตขั้นต่ำของสินทรัพย์ที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทสามารถไปลงทุนได้
- มาตรการจัดเก็บภาษีเงินกู้ต่างประเทศในอัตราร้อยละ 1.2 ต่อปี

นโยบายสำคัญประการหนึ่งที่ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการจัดการทุนก็คือ นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน ตลอดช่วงเวลาดังกล่าวใช้มาตรการภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Crawling Peg Exchange Rate Regime ซึ่งใช้มาตั้งแต่ช่วงทศวรรษ 1980 ทางกรชิลีมีการปรับค่าเงินอ้างอิงทางการ (ค่ากลางของช่วงเคลื่อนไหว) และขยายช่วงเคลื่อนไหว (Band) ของอัตราแลกเปลี่ยน รวมถึงปรับองค์ประกอบของตะกร้าเงิน ดังตารางที่ 7 และ 8

ตารางที่ 7: การปรับค่าเงินอ้างอิงทางการของประเทศชิลี (1984-1997)

วันที่ (ปี.เดือน)	การเปลี่ยนแปลง	ทิศทาง การเปลี่ยนแปลง
1984.09	23.70%	ลดค่าเงิน
1985.02	9.10%	ลดค่าเงิน
1985.07	8.50%	ลดค่าเงิน
1991.04	1.40%	ขึ้นค่าเงิน
1991.06	2.00%	ขึ้นค่าเงิน
1992.01	5.00%	ขึ้นค่าเงิน
1994.12	9.70%	ขึ้นค่าเงิน
1997.01	4.00%	ขึ้นค่าเงิน

ที่มา: Morandé (2001)

ตารางที่ 8: การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศชิลี (1984-1999)

วันที่ (ปี.เดือน)	ความกว้างของ ช่วงเคลื่อนไหว	องค์ประกอบของตระกร้าเงิน			เงินเพื่อจาก ภายนอกเพื่อ การปรับตัว	เงินเพื่อ ภายในประเทศ เพื่อการปรับตัว
		US\$	Yen	Mark		
84.08 - 85.06	± 0.5%	100%	0%	0%	3.60%	Lagged
85.07 - 87.12	± 2.0%	100%	0%	0%	3.60%	Lagged
88.01 - 89.05	± 3.0%	100%	0%	0%	3.60%	Lagged
89.06 - 91.02	± 5.0%	100%	0%	0%	3.60%	Lagged
91.03 - 91.06	± 5.0%	100%	0%	0%	0.00%	Lagged
91.06 - 91.11	± 5.0%	100%	0%	0%	3.60%	Lagged
91.12 - 91.12	± 5.0%	100%	0%	0%	2.40%	Lagged
92.01 - 92.04	± 10.0%	100%	0%	0%	2.40%	Lagged
92.05 - 92.06	± 10.0%	100%	0%	0%	1.20%	Lagged
92.07 - 94.11	± 10.0%	50%	20%	30%	2.40%	Lagged
94.12 - 95.11	± 10.0%	45%	25%	30%	2.40%	Lagged
95.12 - 96.12	± 10.0%	45%	25%	30%	2.40%	Lagged
97.01 - 98.07	± 12.5%	80%	5%	15%	2.40%	Lagged
98.07- 98.09	-3.0% + 2.5%	80%	5%	15%	2.40%	Lagged
98.09 - 98.12	± 3.5%*	80%	5%	15%	0%	Target
98.12 - 99.09	± 8%	80%	5%	15%	0%	Target

ที่มา: Morandé (2001)

นโยบายหลักที่ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการจัดการทุนไหลเข้าคือ การปฏิรูประบบกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงินภายในประเทศ เช่น การกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลข่าวสาร กฎกติกาดำเนินการจัดประเภทเงินกู้และการจัดสรรเงินกู้ กฎกติกากี่ยวกับการลดความเสี่ยงจากการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ กฎกติกากี่ยวกับการคงสภาพคล่องและการแก้ไขปัญหาล้มละลายของสถาบันการเงิน ความสำเร็จในการปฏิรูปดังกล่าว สะท้อนให้เห็นจากตัวเลขหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Nonperforming loans) ที่ลดลงเหลือ 1.68% ของเงินปล่อยกู้ทั้งหมด ณ สิ้นเดือนมีนาคม 1999 หรือการที่ธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งสามารถปฏิบัติตามมาตรฐานสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy Ratio) ของ BIS (Bank of International Settlement) ได้ครบถ้วน โดยมีค่าเฉลี่ยสูงเกินเกณฑ์มาตรฐาน อยู่ที่ระดับ 11.5%

นโยบายอื่นๆ ที่ทางการชิลีดำเนินการไปพร้อมกับมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าคือ การเปิดเสรีแก่เงินทุนขาออกโดยผ่อนคลायกฎระเบียบให้เงินทุนสามารถไหลออกจากประเทศได้ง่ายขึ้น ตั้งแต่ปี 1991 ถึงจนถึงเดือนกุมภาพันธ์ 1999 เพื่อลดความแรงกดดันจากเงินทุนไหลสุทธิเข้าอีกทางหนึ่ง นอกจากนี้ ยังใช้การดำเนินนโยบายการคลังอย่างเข้มงวด (เมื่อมีการใช้มาตรการกันสำรอง สกุลเงินประมาณถูกปรับจากขาดดุลมาเป็นเกินดุล) นโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่อง เป็นต้น

โดยรวมแล้ว ประเทศชิลีถือว่าเป็นประเทศที่มีความเข้มงวดของการทำธุรกรรมระหว่างประเทศโดยรวมค่อนข้างระดับสูงของประเทศชิลี Ariyoshi et al. (2000) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ดัชนีระดับการควบคุมการแลกเปลี่ยนระหว่างประเทศ (Indices of Exchange Controls) ของชิลีอยู่ที่ 0.56 ในขณะที่ของประเทศอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.09 และของประเทศกำลังพัฒนาโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.36 หากพิจารณาแยกย่อยลงไปจะพบว่า ความเข้มงวดในการกำกับควบคุมบัญชีทุนของชิลีสูงถึง 0.89 เมื่อเทียบกับของประเทศอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.12 และของประเทศกำลังพัฒนาโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.55 ส่วนความเข้มงวดในการกำกับควบคุมบัญชีเดินสะพัดของชิลีอยู่ที่ 0.22 เมื่อเทียบกับของประเทศอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.05 และของประเทศกำลังพัฒนาโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 0.18

ระดับการควบคุมที่ค่อนข้างเข้มงวดในบัญชีหลักของบัญชีดุลการชำระเงิน ทำให้เงินทุนไหลเข้าและไหลออกจากธุรกรรมประเภทต่างๆ ต้องผ่านตลาดเงินตราต่างประเทศที่เป็นทางการ กล่าวคือ ผ่านสถาบันการเงินที่ได้รับการอนุญาตทางการให้ทำธุรกรรมแลกเปลี่ยนเงินตรา ซึ่งต้องรายงานการทำธุรกรรมทั้งหมดต่อธนาคารกลาง ทำให้ฐานข้อมูลเกี่ยวกับการทำธุรกรรมระหว่างประเทศค่อนข้างมีความสมบูรณ์โดยเปรียบเทียบ และสามารถติดตามผลของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนได้

7.4 ผลของมาตรการ

เนื้อหาในส่วนนี้จะสำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า โดยเฉพาะมาตรการกันสำรองในประเด็นต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) ผลต่ออัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

จากตารางที่ 3 จะเห็นว่าระหว่างที่ประเทศชิลีบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในช่วงทศวรรษ 1990 เศรษฐกิจยังคงมีอัตราการเติบโตอย่างต่อเนื่อง มีหน้าจ้ำ อัตราการเติบโตของ GDP และ GDP ต่อหัวโดยเฉลี่ยสูงขึ้นกว่าช่วงเวลาก่อนหน้าเสียอีก ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อและสัดส่วนการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ต่ำลงมาก อย่างไรก็ตาม การออมจากภาคต่างประเทศลดต่ำลง เช่นเดียวกับอัตราแลกเปลี่ยนที่อ่อนค่าลงด้วยเช่นกัน

ตารางที่ 9: ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของประเทศไทย (ปี 1961-1997)

	1961-74	1975-81	1982-89	1990-97
GNS/GDP (%)	12.5	11.4	12.1	24.7
FS/GDP (%)	2.3	5.6	6.2	2.4
GDP growth (%)	3.3	4.4	2.6	6.7
Per capita GDP growth (%)	1.1	2.9	0.9	5.1
Inflation rate (%)	88.06	115.26	19.84	13.64
Exchange rate (CLP/U.S.\$)	0.05	26.63	164.17	383.67
CA balance/GDP (%)	N/A	-6.26	-6.05	-3.00

ที่มา: Schmidt-Hebbel, K. (1998)

หมายเหตุ: GNS = Gross Net Saving หรือการออมรวม ณ ราคาปัจจุบัน, FS = Foreign Saving หรือการออมจากต่างประเทศ ณ ราคาปัจจุบัน, CA = Current Account หรือดุลบัญชีเดินสะพัด

แม้มาตรการดังกล่าวจะไม่ทำให้อัตราการเติบโตโดยเฉลี่ยลดลงจากระดับเดิม แต่ Gallego et al.(1999) ชี้ว่า มาตรการส่งผลให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง 'กว่าระดับที่ควรจะเป็น' (ในกรณีที่ไมใช้มาตรการ) งานศึกษาดังกล่าวแสดงข้อมูลว่า มาตรการกันสำรองทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 2-3 ต่อปี ทำให้อัตราการเจริญเติบโตของจีดีพีลดลงโดยเฉลี่ยกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับกรณีที่ไมใช้มาตรการ ร้อยละ 0.46 ต่อปี กล่าวคือ หากชิลีไม่ได้ใช้มาตรการกันสำรอง อัตราการเติบโตของชิลีสามารถสูงขึ้นกว่าระดับที่เป็นจริงประมาณร้อยละ 0.46 ต่อปี ทั้งนี้ อัตราการเติบโตที่สูญเสียไประหว่างปี 1991-1997 อยู่ระหว่างร้อยละ 3.2-5.8 และคิดเป็นต้นทุนแก่สังคมส่วนรวมประมาณร้อยละ 11 ของ GDP รวมทั้งช่วงเวลา³⁰

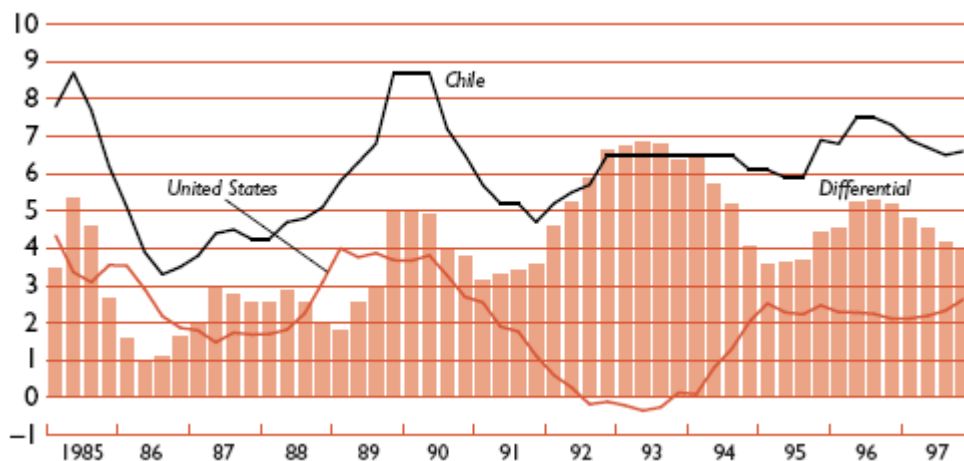
³⁰ กระนั้น มาตรการกันสำรองถูกนำมาใช้ในช่วงที่ทุนเงินไหลเข้าประเทศจากมหาศาล อันเป็นผลจากภาวะเศรษฐกิจร้อนแรง การที่มาตรการดังกล่าวลดอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลงกว่าระดับที่ไม่มีการใช้มาตรการอาจไม่ใช่ปัญหา มีหน้าซ้ำ อาจเป็นข้อดี เพราะลดแรงกดดันต่อภาวะเงินเฟ้อและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด โดยที่ไม่ทำให้ระดับของการเติบโตต่ำกว่าช่วงก่อนหน้า

(2) ผลต่ออัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ

งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนหนึ่ง เช่น งานวิจัยของ Herrera and Valdés (1999), Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Edward(1998) ซึ่งให้เห็นว่าชิลีสามารถคงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่างประเทศได้ จากการสังเกตข้อมูลอัตราดอกเบี้ย ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 3.1 โดยเฉลี่ยในช่วงปี 1985-1991 เป็นร้อยละ 5.2 โดยเฉลี่ยในช่วงปี 1992-1997 ทั้งนี้เป็นผลมาจากทั้งมาตรการกันสำรองและอัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกที่ลดลง

นักเศรษฐศาสตร์มองว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจากมาตรการกันสำรองเป็นเครื่องยืนยันว่า มาตรการกันสำรองทำให้นโยบายการเงินในชิลีมีประสิทธิภาพผลสูงขึ้น ตัวอย่างเช่น Gallego et al. (1999) พบว่า ความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยมีที่มาจากประสิทธิภาพของมาตรการ (Power) ไม่ใช่ตัว อัตราการกันสำรอง มาตรการกันสำรอง ณ ระดับ Power Index ที่ 0.8 จึงจะมีส่วนช่วยชี้แจงส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ทำให้ธนาคารกลางสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยในประเทศให้สูงขึ้นได้ 9 basis point³¹ โดยไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างสำคัญ แม้จะมีผลเล็กน้อยมาก แต่เป็นสัญญาณบ่งชี้ความมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางชิลี

แผนภาพที่ 4: ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของประเทศชิลี (ปี 1985-1997)



ที่มา: Ariyoshi et.al (2000) อ้างจาก Laurens and Cordoso (1998)

อย่างไรก็ตาม Edwards(1999) และ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ได้แย้งว่ามาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าที่บังคับใช้ตั้งแต่ปี 1991 เป็นต้นมา มีผลกระทบต่อพฤติกรรมของอัตราดอกเบี้ย

³¹ 1 basis point เท่ากับ 1/100 ของร้อยละ 1

ในซิติเพียงเล็กน้อยและชั่วคราวเท่านั้น โดย Edwards(1999) ซึ่งประเด็นว่าข้อสรุปของงานศึกษาหลายชิ้นที่ชี้ว่าการกั้นสำรองทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นนั้น ไม่ได้ให้ความสำคัญกับการศึกษาผลจากการทำ Sterilization ต่ออัตราดอกเบี้ย แต่ทั้งนี้ ถึงแม้มาตรการกั้นสำรองจะไม่มีผลต่ออัตราดอกเบี้ยโดยตรง Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) เสนอว่า มาตรการกั้นสำรองเป็นมาตรการสำคัญที่ถูกใช้ควบคู่กับการดำเนินนโยบายการเงินแบบหกดตัวในประเทศซิติ เช่นเดียวกัน LeFort and Budenovich (1997) สนับสนุนว่าธนาคารกลางของซิติมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินแบบหกดตัวมากขึ้นด้วยแรงสนับสนุนจากการใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า

นอกจากนั้น Valdés-Prieto and Soto (1998) พบว่า ในทางปฏิบัติ ความมีอิสระทางการเงินที่เพิ่มขึ้นไม่ได้เป็นผลโดยตรงจากการคงอยู่ของส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยเสมอไป แต่เป็นผลมาจากระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่ค่อนข้างคงที่ภายใต้ระบบ Crawling Peg Exchange Rate Regime มากกว่า ทั้งคู่พบว่า ภายหลังจากใช้มาตรการกั้นสำรอง เงินทุนไหลเข้าระยะสั้นสุทธิไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และการตอบสนองของมูลค่าเงินทุนไหลเข้าสุทธิต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (ค่าความยืดหยุ่นของเงินไหลเข้าต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย) ก็ไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ด้วยเหตุนี้ Valdés-Prieto and Soto จึงสรุปว่าอิสระในการดำเนินนโยบายการเงินของประเทศซิติไม่ได้เพิ่มขึ้นในช่วงที่มีการใช้มาตรการกั้นสำรอง

(3) ผลต่ออัตราแลกเปลี่ยน

Epstein, Grabel, and Jomo (2004) วิเคราะห์ว่า การที่ประเทศซิติใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น พร้อมกับระบบ Crawling Peg Exchange Rate Regime และการทำ Sterilization ทำให้โอกาสที่อัตราแลกเปลี่ยนจะแข็งค่าขึ้นจนเกิดปัญหาต่อดุลบัญชีเดินสะพัดลดลง ผลของการใช้นโยบายคือ ค่าเงินซิติแข็งค่าขึ้นน้อยกว่าประเทศอื่นๆ ในละตินอเมริกา รวมทั้งการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ก็น้อยกว่าด้วย อีกทั้งเงินซิติไม่เคยถูกโจมตีค่าเงินในช่วงวิกฤตการณ์การเงินเม็กซิโกและวิกฤตการณ์การเงินเอเชียเลย

งานวิจัยหลายชิ้นศึกษาผลของมาตรการกั้นสำรองต่ออัตราแลกเปลี่ยน ตัวอย่างเช่น Soto (1997) พบว่าหากพิจารณาจากข้อมูลเงินทุนไหลเข้าสุทธิในช่วงเดือนมกราคม 1991 ถึงเดือนมิถุนายน 1996 มาตรการกั้นสำรองไม่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง แต่ผลลัพธ์จะแตกต่างกันออกไปหากพิจารณาโดยใช้ข้อมูลสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะกลางและระยะยาวเป็นตัววัดเงินทุนไหลเข้าสุทธิ ผลการศึกษาพบว่ามาตรการกั้นสำรองมีส่วนช่วยลดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนลง กล่าวคือ มาตรการกั้นสำรองร้อยละ 30 ช่วยลดความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงลงร้อยละ 20

ขณะที่ Edwards (1998) ใช้การเปลี่ยนแปลงสถานะเงินสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางเป็นตัววัดการไหลเข้าออกของเงินทุนในช่วงเดือนมกราคม 1981 ถึงเดือนมิถุนายน 1996 พบว่า

มาตรการกันสำรองไม่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริง ผลดังกล่าวตรงกับผลการศึกษาของ Valdés-Prieto and Soto (1998) และ Gallego et. al. (1999) ซึ่งมีข้อสรุปเช่นกันว่า มาตรการกันสำรองไม่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนแท้จริง แม้กระทั่งในระยะสั้นหลังบังคับใช้มาตรการงานขึ้นที่น่าสนใจ ได้แก่ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ซึ่งพยายามหาความสัมพันธ์ระหว่างการใช้มาตรการกันสำรองกับการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน โดยลองใช้โมเดลทางเศรษฐมิติหลายรูปแบบมาทดสอบ³² ผลที่ได้คือ โมเดลแต่ละรูปแบบให้คำตอบที่แตกต่างกัน โดยผลจากโมเดล VAR ชี้ให้เห็นว่า มาตรการกันสำรองทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลง ขณะที่โมเดลเศรษฐมิติอื่นไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกันสำรองและการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยน

ฉะนั้น แม้ว่าผลของงานศึกษาเชิงเศรษฐมิติจะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการจัดการทุนไหลเข้ากับอัตราแลกเปลี่ยน ก็เชื่อว่ามาตรการกันสำรองจะไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน ต้องไม่ลืมว่าเหตุที่มีการใช้มาตรการกันสำรองเนื่องจากมีเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากจนเกิดแรงกดดันให้อัตราแลกเปลี่ยนแข็งค่าขึ้น การที่ภายหลังจากใช้มาตรการกันสำรองไม่ทำให้ค่าเงินแข็งขึ้น (แม้จะไม่ต้องถึงกับทำให้ค่าเงินอ่อนลง) อาจนับได้ว่ามาตรการดังกล่าวประสบความสำเร็จแล้ว

(4) ผลต่อโครงสร้างเงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศ

Epstein, Grabel, and Jomo (2004) เสนอว่า มาตรการจัดการเงินทุนไหลเข้าช่วยลดโอกาสของการรับ ‘เงินร้อน’ ที่มีธรรมชาติแห่งความผันผวนและมีลักษณะซึบจรลงเท้า เพราะเงินยิ่งร้อน (ยิ่งอยู่ในประเทศสั้น) ยิ่งต้องเผชิญต้นทุนของการเข้ามาลงทุนในประเทศสูง การบังคับให้เงินทุนต่างชาติต้องอยู่ในประเทศอย่างน้อย 1 ปี หากต้องการเข้ามาลงทุน ส่งสัญญาณว่าประเทศซึบร้อนรับเงินลงทุนระยะยาว และป้องกันกรณีที่เงินทุนระยะสั้นแฝงตัวเข้ามาในรูปแบบการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ นอกจากนี้ การเก็บภาษีเงินกู้ต่างประเทศลดแรงจูงใจที่จะสร้างหนี้ต่างประเทศจำนวนมาก ซึ่งเป็นชนวนเหตุแห่งวิกฤตการณ์การเงินในประเทศเม็กซิโกและภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียง

งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากชี้ว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศของประเทศซึบร้อน ส่งผลในการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบและโครงสร้างการไถ่ถอน (Maturity Structure) ของเงินทุนไหลเข้าสู่ทำให้มีสัดส่วนของเงินทุนระยะกลางหรือระยะยาวมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ภายหลังจากการควบคุมเป็นไปอย่างเข้มข้นในปี 1994-1995 ตัวอย่างของงานเหล่านี้เช่น Ffrench-Davis

³² งานศึกษาของ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) ทดสอบผลของมาตรการต่ออัตราแลกเปลี่ยนโดยใช้วิธีเศรษฐมิติแบบ VAR (Vector Auto Regressive), OLS (Ordinary Least Square) และ GLS (General Linear Least Square)

and Reisen (eds.) (1998), LeFort and Budenvich (1997), Palma (2000) Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Gallego et al. (1999) เป็นต้น

งานศึกษาเหล่านี้ส่วนใหญ่พบว่า ภายหลังจากการบังคับใช้นโยบาย โครงสร้างหนี้ต่างประเทศ เปลี่ยนไปเป็นหนี้ระยะยาวมากขึ้น สัดส่วนของหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ทั้งหมดลดลงจากร้อยละ 25 ในปี 1990 มาเป็นร้อยละ 12 ในปี 1998 นอกจากนั้น การแสวงหาเงินทุนภายนอกประเทศเปลี่ยนแปลง รูปแบบจากหนี้ต่างประเทศ เป็นเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ซึ่งกลายมาเป็นองค์ประกอบ สำคัญของเงินทุนไหลเข้า อีกทั้ง การที่มาตรการมีส่วนร่วมรั่วไหลหรือมีการหลบเลี่ยงมาตรการอยู่บ้างไม่มี นัยสำคัญทางด้านเศรษฐกิจมหภาค

ยิ่งไปกว่านั้น แม้มีการบังคับใช้มาตรการจัดการเงินทุนไหลเข้า ปรากฏว่าประเทศชิลียังคง ได้รับเงินทุนต่างประเทศต่อ GDP สูงกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค ทั้งนี้ ปริมาณเงินทุนไหลเข้าที่ชิลีได้รับ ไม่ได้ลดลงจากการใช้นโยบาย จะปรับลดลงก็แต่ในระยะสั้นเท่านั้น ดังเช่นงานของ Laurens and Cardoso (1998) ข้อมูลดังกล่าวเป็นเครื่องชี้ให้เห็นว่า เงินทุนต่างชาติโดยเฉพาะเงินลงทุนระยะยาวจาก ต่างประเทศไม่ได้ไหลออก หรือไม่ได้เกรงกลัวที่จะเข้ามาลงทุนเมื่อมีการบังคับใช้นโยบายจัดการทุน นอกจากจะเงินทุนต่างชาติจะไม่ลดปริมาณลง ยังมี 'คุณภาพ' เพิ่มมากขึ้นด้วย

ตารางที่ 10 แสดงให้เห็นว่าเงินทุนไหลเข้าสุทธิต่อ GDP ของชิลีในช่วงที่มีการบังคับใช้ มาตรการไม่ได้ลดต่ำกว่าช่วงก่อนหน้า (ปี 1982-1989) ไม่ว่าจะคิดเป็นสัดส่วนต่อ GDP ณ ราคาปัจจุบัน หรือ GDP ณ ราคาคงที่ปี 1986 ก็ตาม

การจัดแบ่งช่วงเวลาตามตารางที่ 10 เป็นการจัดแบ่งในเชิงประวัติศาสตร์ โดย (1) ช่วงก่อนปี 1971 สะท้อนช่วงที่เศรษฐกิจชิลีมีเสถียรภาพ (2) ช่วง 1971-1973 เป็นช่วงเศรษฐกิจสังคมนิยม (3) ช่วง 1974-1981 เป็นช่วงเวลา 1 รอบวัฏจักรเศรษฐกิจภายใต้รัฐบาลเผด็จการทหาร ซึ่งมีการปฏิรูปเศรษฐกิจ ไปทางเศรษฐกิจตลาดเสรี ภายใต้ช่วงเวลานี้ เศรษฐกิจเริ่มตกต่ำอย่างหนักในปี 1974-1975 จนพลิกกลับสู่ภาวะเฟื่องฟูในตอนปลายทศวรรษ 1970 ถึงต้นทศวรรษ 1980 (4) ช่วง 1982-1989 เป็นช่วง วิกฤตการณ์หนี้ และช่วงข้ามพ้นอุดมการณ์เศรษฐกิจ กล่าวคือ ใช้นโยบายเศรษฐกิจที่เอาชนะปัญหาได้ จริงในทางปฏิบัติ (Pragmatism in Economic Policy) โดยระหว่างปี 1982-1985 เศรษฐกิจตกต่ำอย่างหนัก ส่วนระหว่างปี 1985-1989 เศรษฐกิจฟื้นตัว และ (5) ช่วง 1990-1996 เป็นช่วงที่อยู่ภายใต้รัฐบาล ประชาธิปไตย เผชิญปัญหาเงินทุนไหลเข้าจำนวนมากตามเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และมีการบังคับใช้มาตรการ กำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า

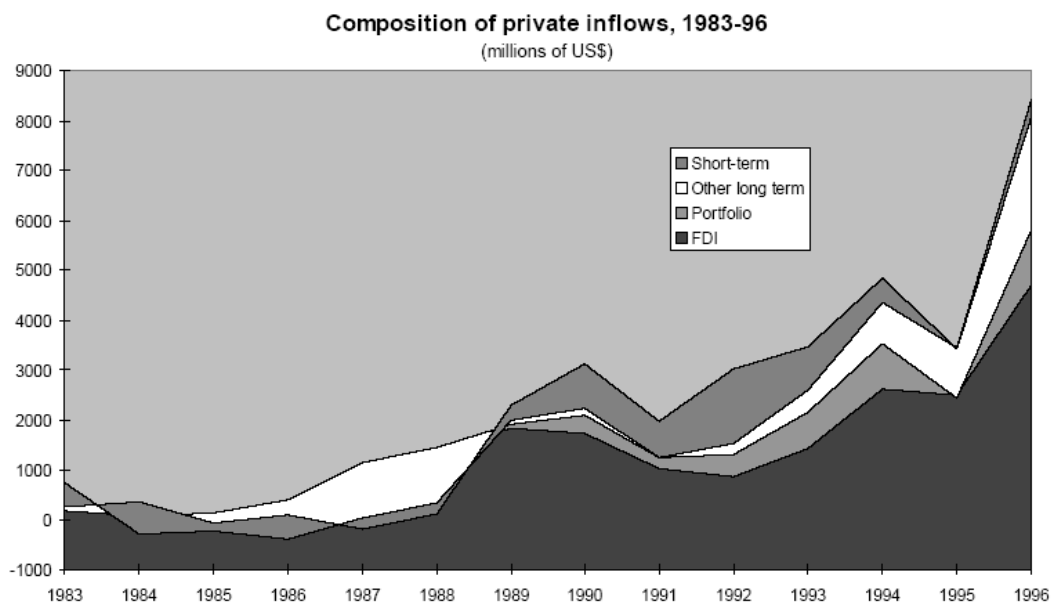
ตารางที่ 10: สัดส่วนของเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิต่อ GDP ของประเทศชิลี ในแต่ละช่วงเวลา

ช่วงเวลา	สัดส่วนต่อ GDP ณ ราคา ปัจจุบัน	สัดส่วนต่อ GDP ณ ราคาคงที่ ปี 1986
1960-1970	2.6	4.3
1971-1973	1.2	2.1
1974-1981	9.0	12.4
1982-1989	5.3	6.3
1990-1996 ^{a)}	5.8	6.4

ที่มา: Agosin and Ffrench-Davis (1998)

หมายเหตุ: a.) ไม่ได้รวมการชำระหนี้ก่อนครบกำหนดในปี 1995-96

แผนภาพที่ 5: เงินไหลเข้าสู่สุทธิและองค์ประกอบที่สำคัญ ของประเทศชิลี 1983-1996



ที่มา: Agosin and Ffrench-Davis (1998)

ส่วนแผนภาพที่ 4 แสดงปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิโดยแยกองค์ประกอบ มาตรการกันสำรอง ส่งผลต่อเศรษฐกิจเพียงระยะสั้น แต่ไม่บั่นทอนแรงจูงใจที่จะเข้ามาลงทุนในระยะกลางและระยะยาว การลงทุนอาจลดลงมากเมื่อมี Shock ทางนโยบาย เช่น เริ่มใช้ครั้งแรกหรือปรับมาตรการให้เข้มข้นขึ้น มากเพื่อจัดการปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้า แต่หลังจากนั้น เศรษฐกิจปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติในเวลาไม่นาน และมีแนวโน้มในทางที่ยั่งยืน เช่น สัดส่วนของทุนระยะยาว เช่น FDI สูงขึ้นพร้อมกับปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิมากขึ้น

หากพิจารณาเฉพาะผลของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าสู่ต่อปริมาณเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิระยะสั้นแล้ว Gallego et al. (1999) Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Laurens and Cardoso (1998) พบข้อสรุปตรงกันว่ามาตรการกันสำรองมีผลทำให้เงินทุนระยะสั้นสุทธิลดลง และเปลี่ยนเงินทุนระยะสั้นให้เป็นเงินทุนระยะยาว ในทางตรงกันข้ามงานของ Valdés-Prieto and Soto (1998) สรุปว่ามาตรการมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบเท่านั้น แต่ไม่มีผลต่อขนาดของเงินไหลเข้าระยะสั้นอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ Gallego et al. (1999) ยังเสนอว่าประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิระยะสั้นลดลงตามกาลเวลา มาตรการจะมีผลอย่างมากในช่วงเริ่มใช้ และผลต่อขนาดเงินทุนจะลดลงตามเวลา ข้อสรุปดังกล่าวสอดคล้องกับ Laurens and Cardoso (1998) ที่พบว่ามาตรการกันสำรองสามารถลดเงินทุนไหลเข้าระยะสั้นได้เพียงระยะสั้นในเวลาต่ำกว่า 1 ปีเท่านั้น

Le Fort (1999) ให้เหตุผลถึงประสิทธิภาพของมาตรการที่ลดลงข้ามเวลาว่า เป็นเพราะมาตรการไม่ได้ใช้บังคับกับเงินทุนทุกประเภท ยิ่งเวลาผ่านไป นักลงทุนก็จะเรียนรู้วิธีการหลีกเลี่ยงมาตรการผ่านช่องโหว่ของกฎหมายเพื่อแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน ทางแก้คือการปรับปรุงมาตรการเพื่ออุดช่องโหว่อย่างต่อเนื่อง และขยายขอบเขตให้ครอบคลุม กระนั้น ไม่มีทางที่จะอุดช่องโหว่ทั้งหมดได้ งานศึกษาของ Gregorio, Edwards, and Valdés (2000) และ Gregorio et.al (2000) ก็ยืนยันหลักคิดดังกล่าวเช่นกัน โดยชี้ว่า ประสิทธิภาพของนโยบายขึ้นอยู่กับความสามารถในการปรับนโยบายเพื่ออุดช่องโหว่ได้อย่างถาวร

(5) ผลต่อโอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงิน

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าทำให้ซิติไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์การเงินในปี 1997 มากเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในละตินอเมริกา เช่น บราซิล LeFort and Budenvich (1997) กล่าวว่ามาตรการดังกล่าวช่วยลดความเสี่ยงด้านเงินทุนไหลออกอย่างรุนแรงเกินปกติ (Flight risk) ทำให้ผู้กำหนดนโยบายกล้าใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว ทำให้เกิดการจ้างงานมากขึ้น และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงขึ้น รวมถึงป้องกันไม่ให้ค่าเงินแข็งค่าขึ้น และยังทำให้ประเทศสามารถเปลี่ยน

ระบบอัตราแลกเปลี่ยนได้อย่างราบรื่น ไม่มีปัญหาด้านความผันผวนและความตึงเครียด นอกจากนี้ Gallego et al. (1999) ซึ่งชี้ให้เห็นว่ามาตรการกำกับและควบคุมทุนนี้ทำให้ชิลีเผชิญกับปัญหาจากหนี้ต่างประเทศระยะสั้นลดลง ในช่วงปี 1997-1998 ซึ่งช่วยลดโอกาสแห่งการเกิดวิกฤตการณ์การเงินลง อย่างไรก็ตาม Forb (2007) ได้อ้างถึงการทำวิจัยเชิงประจักษ์ว่ามีหลักฐานเพียงน้อยนิดที่บ่งชี้ว่า มาตรการกันสำรองช่วยลดผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจที่ถูกลามมาจากประเทศอื่นๆ ได้จริง

(6) ผลต่อต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost)

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามีผลลบในเชิงจุลภาคต่อระบบเศรษฐกิจ (Microeconomic Costs) เนื่องจาก ทำให้ต้นทุนของเงินทุน (Capital Cost) ของบริษัทเพิ่มขึ้น และส่งผลกระทบต่อกิจกรรมการผลิต โดยเฉพาะบริษัทที่มี 'ทางเลือก' ในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนน้อยกว่า เช่น วิสาหกิจขนาดย่อมและขนาดกลาง (Small and Medium Enterprises – SMEs) อีกทั้ง SMEs มีธรรมชาติที่สามารถเข้าถึงเงินทุนระยะยาวได้น้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่อยู่แล้ว จึงได้ประโยชน์ที่พึงได้จาก มาตรการน้อยกว่าโดยเปรียบเทียบ

Gallego and Hernández (2003) ศึกษาผลของมาตรการกันสำรองต่อบริษัท 73 แห่งของประเทศชิลี พบว่า ผลกระทบต่อบริษัทมีลักษณะไม่เท่าเทียมกัน โดยแตกต่างกันไปตามขนาดของบริษัท และความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนระหว่างประเทศในช่วงก่อนหน้า คุณสมบัติทั้งสองประการสะท้อนความสามารถในการหลีกเลี่ยงผลกระทบจากการบังคับใช้มาตรการ เช่น การหลบเลี่ยงช่องทางของเงินทุนในส่วนที่มาตรการมีผลบังคับครอบคลุมถึง ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการกันสำรอง พบว่า บริษัทต่างๆ ในชิลีพึ่งพิงเงินกู้ยืมโดยเฉพาะเงินกู้ระยะสั้น โดยหันไปพึ่งพิงกำไรสะสมเพิ่มมากขึ้น อาจกล่าวได้ว่า การที่มาตรการกันสำรองทำให้ราคาเชิงเปรียบเทียบของเงินทุนระหว่างประเทศบิดเบือนไป ส่งผลให้เกิดต้นทุนสูญเปล่าของสังคม (Deadweight Loss) มีพิกัดต้องพุดถึงต้นทุนสูญเปล่าของสังคมจากความพยายามหลบเลี่ยงมาตรการ

งานศึกษาของ Forbes (2007) ให้ผลเช่นเดียวกัน โดยพบว่า มาตรการดังกล่าวเพิ่มข้อจำกัดทางการเงินให้แก่ SMEs ที่มีหุ้นซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเพิ่มต้นทุนของเงินทุนของ SMEs และทำให้บริษัทเหล่านี้ ซึ่งเข้าถึงแหล่งทุนจากภายนอกประเทศยากอยู่แล้ว สามารถเข้าถึงได้ยากขึ้นอีก

Edwards (1999) คำนวณต้นทุนของเงินทุนในตลาดการเงินระหว่างประเทศที่สูงขึ้นหลังใช้ มาตรการ พบว่า ในกรณีของ SMEs ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นมากกว่าร้อยละ 20 ต่อปี ในช่วงปี 1996-1997 ขณะที่บริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งสามารถเข้าถึงตลาดการเงินระหว่างประเทศด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่า เผชิญ ต้นทุนสูงขึ้นร้อยละ 7-8 ต่อปีเท่านั้น ผลกระทบของมาตรการส่งผลเสียต่อบริษัทขนาดเล็กมากกว่า ขนาดใหญ่

สาเหตุที่ทำให้ SMEs เผลอซื้อจำกัดทางการเงินสูงกว่า เนื่องจาก ภายหลังบังคับใช้มาตรการกันสำรอง ในช่วงแรกบริษัทเหล่านี้หันไปพึ่งพิงแหล่งเงินกู้อื่นๆ ที่มาตรการครอบคลุมไม่ถึง เช่น ADRs (American Depository Receipts)³³ หรือการขอสินเชื่อโดยตรงจากซัพพลายเออร์ต่างประเทศ ซึ่งถือว่าเป็นสินเชื่อเพื่อการค้า ซึ่งได้รับยกเว้น อย่างไรก็ตาม แหล่งเงินกู้เหล่านี้มีต้นทุนที่สูงกว่าแหล่งเงินกู้เดิมของ SMEs นอกจากนั้น SMEs ที่ยังไม่มีชื่อเสียงและมีระดับความน่าเชื่อถือต่ำ เข้าถึงแหล่งเงินใหม่ๆ เหล่านี้ได้ยาก หาก SMEs ยังคงใช้แหล่งเงินกู้เดิม แล้วหาทางหลีกเลี่ยงมาตรการผ่านช่องทางต่างๆ ก็ต้องแบกรับภาระค่าใช้จ่ายก่อนเริ่มดำเนินการ (Up-front Fixed Cost) ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถแบกรับภาระค่าใช้จ่ายคงที่ก่อนหน้านี้ได้มากกว่า จึงสามารถใช้ประโยชน์จากช่องทางของมาตรการได้มากกว่า เป็นเหตุให้บริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนราคาถูกกว่าโดยเปรียบเทียบ

นอกจากนี้ การที่ SMEs เผลอต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบเป็นเพราะ SMEs พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์มากกว่า ซึ่งถูกควบคุมจากทางการอย่างใกล้ชิดหลังการใช้มาตรการ ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่สามารถระดมเงินทุนผ่านเครื่องมืออื่น เช่น การออกตราสารหนี้ระยะยาวหรือหุ้นเรือนหุ้นในตลาดการเงินต่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบต้นทุนในเชิงจุลภาค เช่น ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น กับผลประโยชน์ในเชิงมหภาค เช่น เสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจดีขึ้น ไม่แน่ว่าเศรษฐกิจอาจได้รับผลประโยชน์สุทธิจากมาตรการกันสำรอง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในกรณีที่บริษัทขนาดเล็กมีบทบาทน้อยในด้านการลงทุน การผลิต การจ้างงาน และการเติบโตของประเทศ กระนั้น ต้นทุนต่อ SMEs ก็เป็นประเด็นที่ต้องพิจารณาประกอบกับการบังคับใช้มาตรการด้วย เพราะ SMEs สะท้อนโอกาสทางเศรษฐกิจของผู้คนที่มีความยากกว่าในระบบเศรษฐกิจ และการพัฒนาเศรษฐกิจที่มี SMEs เป็นฐานเป็นการพัฒนาจากฐานรากที่สร้างความยั่งยืนและเท่าเทียม

(7) ผลต่อความเท่าเทียมของระบบเศรษฐกิจ

สืบเนื่องจากหัวข้อย่อยที่ผ่านมา เมื่อ SMEs เผลอต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากมาตรการกันสำรองสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ย่อมส่งผลกระทบต่อความเท่าเทียมของระบบเศรษฐกิจ เพราะภาระในการรับต้นทุนกระจายตัวไม่เท่ากัน โดยตกอยู่กับบริษัทขนาดเล็กมากกว่าขนาดใหญ่ นำไปสู่กระบวนการสะสมความมั่งคั่งที่ไม่เป็นธรรม ภายหลังมีการบังคับใช้มาตรการ มีปรากฏการณ์ควบรวมกิจการบริษัทขนาดเล็กเข้ากับบริษัทขนาดใหญ่ โดยเป็นการเข้าซื้อในราคาต่ำกว่ามูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริงของบริษัท

³³ ADRs แสดงความเป็นเจ้าของหุ้นของบริษัทต่างประเทศที่ซื้อขายในตลาดสหรัฐอเมริกา ซึ่งนักลงทุนสหรัฐอเมริกาลงทุนในหุ้นของบริษัทต่างประเทศผ่านช่องทางนี้ โดยไม่ต้องมีการประกอบธุรกรรมข้ามชาติ

เล็ก หากมาตรการนี้ถูกบังคับใช้ในระยะยาว จะส่งผลให้เกิดการสะสมความมั่งคั่งอย่างไม่เป็นธรรมชาติระหว่างภาคส่วนต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ (Valdés-Prieto & Soto, 1998)

Gallego et al.(1999) เสนอว่า มาตรการกันสำรองอาจทำให้เกิดการแบ่งแยกตลาด (Market Segmentation) ได้ ทั้งนี้เพราะธรรมชาติของมาตรการกันสำรองแบ่งแยกนักลงทุนหรือผู้ประกอบการที่มีช่องทางเข้าถึงตลาดทุนที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลต่อโครงการลงทุนของนักลงทุนแต่ละกลุ่ม ผลที่ได้เสมือนหนึ่งผู้ประกอบการรายเล็กถูกเก็บภาษีในอัตราที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบ อันส่งผลเสียต่อการเติบโตและความสามารถในการแข่งขัน และทำให้ความไม่เท่าเทียมในระบบเศรษฐกิจทั้งในภาคการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงเลวร้ายลง

8. กรณีศึกษา: มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของประเทศมาเลเซีย

ในขณะที่ประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้หลายประเทศ เช่น ประเทศไทย ประเทศเกาหลีใต้ จัดการรับมือกับวิกฤตการณ์การเงินเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ปี 1997 ด้วยนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ภายใต้การกำกับของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ ประเทศมาเลเซียกลับเลือกเส้นทางเดินที่แตกต่างด้วยการประกาศใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกในปี 1998 เพื่อแก้ไขปัญหาเฉพาะหน้าและผลกระทบจากวิกฤตการณ์การเงิน ท่ามกลางเสียงวิพากษ์วิจารณ์จากนักเศรษฐศาสตร์สายเสรีนิยมใหม่

แม้ว่านักเศรษฐศาสตร์สายเสรีนิยมใหม่ที่ยอมรับมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในฐานะ ‘ปีศาจที่จำเป็น’ จะพออนุมัติมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าได้บ้างภายใต้บางเงื่อนไขและบางสถานการณ์ แต่สำหรับมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก นักเศรษฐศาสตร์มักมองว่าเป็นมาตรการที่ยอมรับไม่ได้โดยสิ้นเชิง เพราะเป็นการบั่นทอนเสรีภาพในการลงทุนอย่างรุนแรง ทำให้นักลงทุนไม่กล้านำเงินมาลงทุน เพราะไม่สามารถนำเงินลงทุนและผลได้จากการลงทุนกลับประเทศได้ในจังหวะที่ตนต้องการ ผลที่คาดว่าจะเกิดขึ้นก็คือ เศรษฐกิจของประเทศจะถูกทำลายลง ทุนใหม่จะไม่กล้าเข้ามาลงทุน ทุนเก่าจะรีบออกนอกประเทศทันทีที่มาตรการถูกยกเลิก หรือหาช่องโหว่ของมาตรการเพื่อไหลออกนอกประเทศ

กระนั้น ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นภายหลังการบังคับใช้มาตรการดังกล่าวไม่ได้เป็นการทำลายเศรษฐกิจของมาเลเซียลงตามคำทำนายของนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ ตรงกันข้าม ประเทศมาเลเซียสามารถฟื้นตัวจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้รวดเร็วและแข็งแกร่งกว่าหลายประเทศในภูมิภาคที่ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ปัจจุบัน เศรษฐกิจของมาเลเซียยังคงเติบโตอย่างเข้มแข็ง และมีเงินทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนจำนวนมาก

8.1 ภูมิหลัง

ประเทศมาเลเซียดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศเช่นเดียวกับประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ ในภูมิภาค โดยดำเนินการเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งระหว่างปี 1987-1989 ขณะที่เปลี่ยนระบบอัตราแลกเปลี่ยนเป็นแบบลอยตัว ตั้งแต่ปี 1973 ระหว่างที่ประเทศดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศได้ใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในการจัดการปัญหาเศรษฐกิจที่มีลักษณะแตกต่างกัน 2 ครั้งสำคัญ ได้แก่ การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้าในปี 1994 และมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออกในปี 1998

ในช่วงต้นทศวรรษ 1990 เศรษฐกิจมาเลเซียมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงเนื่องมาจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ การส่งออก และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ พร้อมไปกับการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ โดยที่ตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ (Offshore Market) เป็นตลาดที่ได้รับความนิยม ในช่วงปี 1990-1993 ประเทศมาเลเซียมีส่วนเกินดุลบัญชีทุนอย่างที่ไม่เคยปรากฏมาก่อน อันเป็นผลมาจากการไหลเข้าสู่ของเงินทุนทั้งระยะสั้นและระยะยาว โดยเงินทุนระยะสั้นไหลเข้าสู่คิดเป็นร้อยละ 8.9 ของ GDP ในปี 1993 เทียบกับร้อยละ 1.2 ในปี 1990

การไหลทะลักของเงินทุนระยะสั้นสู่มาเลเซียมีสาเหตุมาจากอัตราดอกเบี้ยในประเทศที่คงไว้ในระดับสูง เพื่อควบคุมปัญหาเงินเฟ้อ และการคาดการณ์ว่าเงินริงกิตจะแข็งค่าขึ้น การเข้ามาของเงินทุนระยะสั้นที่มีความผันผวนสูงนี้สร้างความเสี่ยงให้แก่ระบบการเงินของมาเลเซีย และทำให้เศรษฐกิจมหภาคเข้าสู่ภาวะร้อนแรงเกินไป (Overheat) นอกจากนี้ อัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วส่งผลกระทบต่อ การส่งออก รัฐบาลจึงดำเนินนโยบายปกป้องอัตราแลกเปลี่ยนมิให้แข็งค่ามากขึ้น รวมทั้งดูดซับสภาพคล่องออกจากระบบ (Sterilization) ซึ่งเป็นแต่ทั้งนี้มาตรการนี้ทำให้เกิดต้นทุนสูงอีกทั้งไม่มีประสิทธิผล

เนื่องจากการใช้มาตรการเพื่อลดการไหลเข้าของเงินทุนต่างชาติไม่ประสบความสำเร็จ ในเดือนกุมภาพันธ์ 1994 มาเลเซียจึงนำมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้ามาบังคับใช้ เพื่อลดการไหลเข้าของเงินทุนระยะสั้น ลดแรงกดดันจากความเสี่ยงที่จะเกิดเงินทุนไหลออกจำนวนมากอย่างผิดปกติในอนาคต (Capital Flight) และเพื่อรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้แข็งค่าขึ้นมากเกินไป มาตรการดังกล่าวนับว่าประสบความสำเร็จและถูกยกเลิกไปภายในสิ้นปีเดียวกัน โดยไม่กระทบต่อเงินทุนไหลเข้าระยะยาว

ภายหลังจากใช้มาตรการจัดการทุนในช่วงสั้นๆ ของปี 1994 ประเทศมาเลเซียก็ดำเนินนโยบายเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างต่อเนื่องจนถึงช่วงวิกฤตการณ์การเงินเอเชียปี 1997 ซึ่งเศรษฐกิจมาเลเซียก็มีปัญหาเช่นกันทั้งจากปัญหาภายในประเทศ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ และผลพวงของวิกฤตการณ์การเงินในภูมิภาค เช่น แรงกดดันกำไรต่อเงินสกุลริงกิต และ

ผลกระทบอื่นๆ จากการลอยตัวค่าเงินบาทและค่าเงินเปโซ ในช่วงดังกล่าว เงินทุนต่างชาติที่เคยไหลเข้าสู่
สุทธิต่อเนื่องกลับไหลออก ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนอย่างรุนแรง และสร้างแรงกดดัน
ต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศ ที่ต้องตรึงไว้ในระดับสูง เพื่อรักษาค่าเงิน

การแก้ไขปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจภายใต้ความตื่นตระหนกและการเก็งกำไรของนักลงทุน
ทำได้ยากขึ้นภายใต้นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เมื่อวันที่ 1 กันยายน 1998 ธนาคารกลาง
ของมาเลเซีย (Bank Negara Malaysia) จึงประกาศใช้ชุดมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้าย
ระหว่างประเทศ และการกลับไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ โดยผูกค่าเงินไว้ที่ 3.8 ริงกิตต่อ
หนึ่งเหรียญสหรัฐอเมริกา (ซึ่งเป็นระดับที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงเวลาวิกฤต แต่อ่อนค่าลงกว่าช่วง
ปกติ)

หลังจากใช้มาตรการดังกล่าว ธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินแบบขยายตัวอย่างต่อเนื่อง
รวม 14 เดือนนับจากนั้น โดยไม่สนใจเสียงวิพากษ์วิจารณ์จากนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ และไม่ขอ
ความช่วยเหลือผ่าน โครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจจากกองทุนการเงินระหว่างประเทศ

เมื่อสถานการณ์เศรษฐกิจดีขึ้น ประเทศมาเลเซียได้หันกลับไปใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบ
ลอยตัวในเดือนกรกฎาคม 2005 และธนาคารกลางของมาเลเซียได้เริ่มผ่อนคลายความเข้มงวดของ
มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกโดยลำดับ แม้ว่าในปัจจุบันจะยังคงไม่อนุญาตให้ซื้อขายเงิน
สกุลริงกิตในตลาดต่างประเทศก็ตาม

สำหรับเนื้อหาในส่วนนี้จะเน้นมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกปี 1998 เป็นหลัก

ตารางที่ 11: ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญของประเทศไทย (ปี 1990-1998)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ร้อยละของ GDP									
ดุลบัญชีเดินสะพัด	-2.1	-8.8	-3.8	-4.8	-7.8	-10.0	-4.9	-5.1	12.9
ดุลบัญชีทุน	-0.5	7.0	1.4	-2.2	8.4	8.3	4.1	8.8	-11.0
เงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิภาคเอกชน(ยกเว้นเงินสำรอง)	3.3	9.1	12.8	16.2	3.8	6.4	6.7	5.0	-4.3
การลงทุนโดยตรง	5.5	8.3	8.9	7.8	6.0	4.8	5.8	7.0	2.8
เงินลงทุนในหลักทรัพย์สุทธิ(รวมความคลาดเคลื่อนสุทธิ)	2.6	1.8	2.3	7.0	-0.6	1.7	0.8	-3.7	-2.0
ดุลงบประมาณ	-2.2	0.1	-2.6	-2.3	0.9	3.7	4.8	3.5	-1.1
การเปลี่ยนแปลงต่อปีคิดเป็นร้อยละ									
ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศที่แท้จริง	9.6	8.6	7.8	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	-6.7
ดัชนีราคาผู้บริโภค	3.4	4.2	4.9	3.4	5.3	3.2	3.3	2.9	5.3
เงินสำรองระหว่างประเทศ	22.7	14.5	21.8	11.6	36.2	24.7	47.2	27.4	-38.6
ปริมาณเงินตามความหมายกว้าง	10.6	16.9	21.9	26.6	12.8	20.9	24.3	17.4	-1.4
อัตราแลกเปลี่ยนตัวเงิน	-0.1	0.8	-4.1	3.4	-5.2	-0.7	-0.5	53.9	-2.4
Real Effective Exchange Rate	-7.8	-1.1	11.6	0.6	-2.8	0.2	4.4	-23.2	0.2
ร้อยละ									
ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (ระหว่างมาเลเซียกับอเมริกา)	-2.1	1.5	4.5	4.2	0.5	-0.1	1.7	2.1	3.1
Depreciation-adjusted	-3.1	10.1	3.9	1.5	8.1	0.3	3.5	-19.0	4.6

ที่มา: Ariyoshi et al. (2000)

8.2 วัตถุประสงค์

ชุดมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของปี 1998 มีทั้งมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนโดยตรง และการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา (Exchange controls) ทั้งหมดนี้มีวัตถุประสงค์หลัก ได้แก่

1. เพื่อหยุดยั้งการเก็งกำไรค่าเงินริงกิตและการไหลออกของเงินทุนระหว่างประเทศอย่างรวดเร็วและรุนแรง ทำให้กระแสนทุนระยะสั้นมีเสถียรภาพมากขึ้น และรักษาเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ
2. เพื่อให้ทางการมีอิสระในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยไม่ต้องชำระรักษาอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูง ซึ่งทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย
3. เพื่อรักษาอธิปไตยทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยไม่ต้องขอเข้าโครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ
4. เพื่อสร้างเสถียรภาพทางการเงิน โดยลดความรุนแรงของวิกฤตการณ์การเงิน จัดการกับความตื่นตระหนกทางการเงิน และป้องกันเศรษฐกิจจากผลลุลูกจากวิกฤตการณ์ทางการเงินในภูมิภาคเอเชีย

8.3 เนื้อหาและรายละเอียดของมาตรการ

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าปี 1998 ไม่ใช่มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายครั้งแรกที่ประเทศมาเลเซียบังคับใช้ในยุคของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ ประเทศมาเลเซียเคยมีประสบการณ์จากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า ในปี 1994

หากเปรียบเทียบมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าในปี 1994 ของประเทศมาเลเซียกับมาตรการของประเทศชิลี พบว่า มาตรการของทั้งสองประเทศมีวัตถุประสงค์คล้ายคลึงกัน แต่ทางการมาเลเซียใช้ในสถานะมาตรการระยะสั้นเพื่อแก้ปัญหาเฉพาะหน้า (ไม่ให้ค่าเงินแข็งเกินควร จนกระทบภาคส่งออก จัดการสภาพคล่องล้มระบบ และป้องกันไม่ให้เงินทุนระยะสั้นไหลเข้ามามากเกินไปเพื่อลดความเสี่ยงของการเกิดเงินทุนไหลออกอย่างรวดเร็วและรุนแรง หรือ Capital Flight

ในอนาคต) เท่านั้น โดยบังคับใช้เพียง 6 เดือน มิได้ใช้บังคับยาวนานนับทศวรรษเป็นส่วนหนึ่งของชุดนโยบายเศรษฐกิจเหมือนดังประเทศชิลี³⁴

เครื่องมือหลักของมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลเข้า ในปี 1994 ได้แก่ การเก็บภาษีเงินทุนไหลเข้า การจำกัดวงเงินการกู้ยืมจากต่างประเทศของธนาคารในส่วนที่ไม่เกี่ยวข้องกับการค้า (Non-trade-related External Liabilities of Banking Institutions) การห้ามมิให้ชาวต่างชาติซื้อขายสินทรัพย์การเงินระยะสั้น การห้ามมิให้ธนาคารพาณิชย์ดำเนินธุรกรรม SWAP ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการค้า เป็นต้น นอกจากนี้ ยังเพิ่มอัตราการกันสำรองของสถาบันการเงินทุกประเภท เพื่อลดข้อสภาพคล่องจำนวน 4.8 พันล้านริงกิตจากระบบธนาคาร

ในทางตรงกันข้าม โจทย์ของมาตรการปี 1998 แตกต่างจากปี 1994 จากหน้ามือเป็นหลังมือ กล่าวคือ พยายามลดแรงกดดันกำไรเงินริงกิตไม่ให้อ่อนค่ามากเกินไป ป้องกันภาวะเงินไหลออก แก้ปัญหาการขาดสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ และสร้างโอกาสในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัว เช่น สามารถลดอัตราดอกเบี้ยได้โดยที่เงินทุนไม่ไหลออก

ก่อนหน้าการบังคับใช้มาตรการเมื่อเดือนกันยายน 1998 ประเทศมาเลเซียมีระดับของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในระดับสูง การทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ เช่น การลงทุนโดยตรง การลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงิน การกู้ยืมเงิน การปล่อยกู้ การชำระเงินและการโอนเงิน เป็นไปได้อย่างเสรี มีข้อจำกัดทางการเงินแก่คนต่างชาติและผู้ที่มีได้พำนักอาศัยในมาเลเซียน้อยมาก เช่น ธนาคารพาณิชย์และตัวแทนที่ได้รับอนุญาตสามารถกู้ยืมและปล่อยเงินกู้ในสกุลเงินต่างประเทศทั้งแก่ผู้พำนักและมีได้พำนักในประเทศได้อย่างไม่มีข้อจำกัด มีเพียงเพดานกำหนดปริมาณเงินกู้โดยไม่ต้องขออนุมัติเท่านั้น

นอกจากนี้ ตลาดนอกประเทศทั้งตลาดซื้อขายตราสารหนี้และตราสารทุน (Offshore Over-the-counter Trading in Equities and Bonds) รวมถึงตลาดเงินริงกิตนอกประเทศ (Offshore Riggitt Market) มีบทบาทสูงมาก กล่าวได้ว่า ธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการลดความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนเกิดขึ้นในตลาดริงกิตนอกประเทศมากกว่าตลาดริงกิตในประเทศเสียด้วยซ้ำ อีกทั้ง ธนาคารพาณิชย์สัญชาติมาเลเซียยังสามารถซื้อขายสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าให้แก่ผู้ที่มีได้พำนักอาศัยอยู่ในมาเลเซียได้ด้วย ทำให้การเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนเป็นไปได้ง่าย

ลักษณะของการเปิดเสรีการเงินอย่างเต็มที่ ทำให้เศรษฐกิจของมาเลเซียมีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้นจากความผันผวน การเก็งกำไร และผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน รวมทั้งมีความเปราะบางในภาคการเงินและมีความตื่นตัวต่อภาวะตื่นตระหนกทางการเงินสูง เมื่อค่าเงินในภูมิภาคถูกเก็งกำไรอย่างรุนแรงในช่วงปี 1997 เงินริงกิตของมาเลเซียก็ไม่มีข้อยกเว้น นักลงทุนคาดการณ์ว่า

³⁴ Epstein, Grabel and Jomo (2004) วิเคราะห์ว่า หากประเทศชิลีไม่ริบเร่งยกเลิกมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้า ปี 2004 ขนาดของ Capital Flight ในช่วงวิกฤตการณ์การเงินปี 1997 คงลดลงมาก และปัญหาเศรษฐกิจในช่วงวิกฤต 1997 คงไม่รุนแรงดังที่เป็นอยู่

เงินริงกิตจะอ่อนค่าลง จึงแห่ซื้อเงินเหรียญสหรัฐ โดยเข้าถึงเงินริงกิตในตลาดเงินริงกิตนอกประเทศ ผ่านการกู้ยืม เพื่อนำมาเป็นกระสุนสำหรับการโจมตีค่าเงิน ผลที่เกิดขึ้นชัดเจนคือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินริงกิตนอกประเทศสูงกว่าในประเทศมาก และยิ่งดึงดูดให้เงินไหลออกไปนอกประเทศ เฉพาะไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปี 1997 มีเงินไหลออกนอกประเทศมหาศาลถึง 24.6 พันล้านริงกิต

มาตรการเริ่มต้นที่ทางการมาเลเซียนำมาใช้เพื่อใช้แก้ปัญหาเงินทุนไหลออก เป็นมาตรการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อยับยั้งช่องทางการแสวงหากำไรระหว่างอัตราดอกเบี้ยในประเทศและในตลาดเงินนอกประเทศ ซึ่งเริ่มใช้ในเดือนสิงหาคม 1997 แต่ไม่ประสบความสำเร็จ ไม่ได้หยุดเงินไหลออกได้ เพราะเงินทุนสามารถไหลออกได้ผ่านช่องทางที่หลากหลาย เช่น การโอนเงินจากบัญชีในประเทศของชาวต่างชาติไปยังบัญชีนอกประเทศ หรือการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศของผู้พำนักในประเทศ

เงินทุนที่ไหลออกอย่างต่อเนื่องจากตลาดเงินในประเทศไปยังตลาดนอกประเทศส่งผลให้ อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงขึ้น สร้างปัญหาให้ภาคเศรษฐกิจจริงและธนาคารพาณิชย์ และทำให้เศรษฐกิจหดตัวอย่างรวดเร็ว ครั้งแรกในปี 1998 เศรษฐกิจมาเลเซียหดตัวไปร้อยละ 4.8 โดยมียอดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบธนาคารสูงถึงร้อยละ 25 ของเงินกู้ทั้งหมด ทางการจึงเห็นว่าจะต้องใช้มาตรการที่แรงพอและมีประสิทธิภาพในการจัดการปัญหา เพื่อลดเศรษฐกิจให้ฟื้นคืนมาจากห้วงเหว

วันที่ 1 กันยายน ทางการมาเลเซียจึงประกาศมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก โดยมุ่งจัดการความผันผวนไร้เสถียรภาพของตลาดเงิน ซึ่งเกิดจากตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ เป็นสำคัญ ยับยั้งภาวะเงินทุนไหลออกอย่างรุนแรงและรวดเร็วอย่างต่อเนื่อง ลดการเก็งกำไรค่าเงินอย่างรุนแรงจากนักเก็งกำไร โดยจำกัดการเข้าถึงเงินสกุลริงกิต การลดลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ และการเพิ่มความสามารถในการลดอัตราดอกเบี้ยให้ส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพภายนอกในระดับที่ไม่รุนแรง ทั้งนี้ ทางการพยายามออกแบบไม่ให้มาตรการส่งผลกระทบต่อเงินลงทุนระยะยาว โดยเฉพาะ FDI และธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการค้า

เครื่องมือหลักของมาตรการจัดการทุนไหลออก ได้แก่ การบังคับไม่ให้เงินลงทุนออกนอกประเทศก่อน 12 เดือน (มาตรการ 'รอ 12 เดือน') การยกเลิกตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ การปิดตลาดซื้อขายหุ้นนอกประเทศ ทั้งนี้ยังมีส่วนของมาตรการเสริมที่มุ่งจัดการทุนไหลเข้าด้วย เช่น การออกกฎเกณฑ์ในการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ และสนับสนุนให้กู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายในประเทศทดแทน เป็นต้น

ในตอนแรกทางการตั้งใจให้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซียเป็นเพียงมาตรการชั่วคราว อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ในเวลาต่อมาจะมีการผ่อนคลายความเข้มข้นของมาตรการลงบ้าง แต่หลายมาตรการยังคงบังคับใช้อยู่กระทั่งปัจจุบัน จนกว่าทางการจะสามารถ

กำหนดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการทำธุรกรรมซื้อขายเงินตราต่างประเทศในตลาดระหว่างประเทศได้ดีเสียก่อน

อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติอย่างรุนแรง ในวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1999 ทางกรมมาเลเซียจึงได้ปรับปรุงมาตรการบางอย่างให้เป็นไปทางการควบคุมโดยอ้อมผ่านกลไกตลาดแทนที่จะควบคุมโดยตรงดังเดิม เช่น การใช้ ‘ภาษีขาออก’ ซึ่งมีอัตราภาษีตามระยะเวลาที่เงินทุนอยู่ในประเทศ (กรณีเงินทุนไหลออกก่อนเวลา 12 เดือน) แทนมาตรการบังคับเงื่อนไขเวลาให้เงินทุนอยู่ในประเทศ สำหรับเงินทุนที่อยู่ภายในประเทศอยู่แล้ว นั้น แปลว่าเงินทุนต่างชาติที่เข้ามาลงทุนก่อนหน้าวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1998 สามารถนำเงินออกนอกประเทศโดยไม่ต้องเสียภาษี ส่วนเงินทุนต่างชาติที่เข้ามาใหม่หลังจากบังคับใช้มาตรการ ให้เก็บภาษีบนฐาน ‘กำไร’ เท่านั้น โดยยกเว้นเงินปันผล เงินได้จากดอกเบี้ย เงินได้จากการให้เช่า เพื่อเป็นการดึงดูดให้เงินทุนไหลเข้าภายหลังใช้มาตรการคุมทุนไหลออก โดยมีอัตราภาษีลดหลั่นตามระยะเวลาที่อยู่ภายในประเทศเช่นกัน มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายต่างๆ ยกเว้นให้กับธุรกรรม FDI การซื้อขายตราสารล่วงหน้า (Futures) และการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นใหม่ MESDAQ ซึ่งถือว่าการลงทุนที่คล้ายคลึงกับ FDI

แม้การเก็บภาษีจะเก็บจริงตอนขาออก แต่อาจถือว่าเป็นการเก็บภาษีเงินขาเข้าโดยนัย เพราะนักลงทุนที่นำเงินเข้าย่อมสามารถคาดการณ์ต้นทุนที่ต้องจ่ายเมื่อนำเงินออกได้ล่วงหน้า ภาษีขาออกจึงมีผลเสมือนหนึ่งภาษีขาเข้า ซึ่งช่วยลดแรงจูงใจของเงินลงทุนไหลเข้าในสินทรัพย์ระยะสั้นได้นอกจากนั้น การออกแบบให้ระบบภาษีเป็นแบบ ‘ลำดับขั้น’ (Graduated System) เป็นการส่งสัญญาณลงโทษเงินทุนระยะสั้น โดยพยายามให้เครื่องมือภาษีกระทบเงินทุนระยะยาวน้อยที่สุด

Ariyoshi et al. (2000) ชี้ว่า การเก็บภาษีขาออกแบบเป็นลำดับขั้นช่วยทำให้การไหลออกของเงินทุนเป็นไปอย่างมีเสถียรภาพ นับตั้งแต่ใช้มาตรการ ปริมาณเงินทุนไหลออกสะสมจนถึงวันที่ 21 เมษายน 1999 อยู่ที่ 40 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เมื่อเทียบกับเงินทุนประมาณ 10-15 พันล้านเหรียญสหรัฐ ที่เคยถูกกันไว้ไม่ให้ออกจากนอกประเทศ จากมาตรการ ‘รอ 12 เดือน’

นอกจากนี้ การเก็บภาษีขาออกแบบลำดับขั้นช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนมากกว่ามาตรการรอ 12 เดือน ปริมาณเงินทุนไหลเข้าจากต่างชาติหลังจากการใช้มาตรการวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 1999 จนถึงกลางเดือนมิถุนายน 1999 มีปริมาณถึง 2.9 พันล้านริงกิต นอกจากนี้ ในปี 2000 IFC (International Financial Corporation) และ Morgan Stanley ยังได้รวมตราสารทุนของมาเลเซียกลับเข้าไปใน ‘Capital Index’ และ ‘Morgan Stanley Capital International Indices’ ของบริษัทตามลำดับ แม้ว่า Morgan Stanley จะลดน้ำหนักในดัชนีลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออก

นอกจากมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศแล้ว ทางกรมมาเลเซียยังดำเนินนโยบายอื่นเสริมด้วย เพื่อให้ชุดของนโยบายเศรษฐกิจบรรลุวัตถุประสงค์ตามที่ต้องการ นโยบายเหล่านั้น เช่น

- การใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่โดยคงค่าเงินไว้ที่ 3.8 ริงกิตต่อหนึ่งเหรียญสหรัฐ หลังจากที่พยายามจัดการอัตราแลกเปลี่ยนไม่ให้อ่อนค่าลงไปมากอันเป็นผลกระทบมาจากวิกฤตการณ์ค่าเงินในประเทศไทยมาตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 1997 ค่าเงินที่ถูกกำหนดให้คงที่ถือว่าอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งกว่าอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดในช่วงก่อนบังคับใช้มาตรการประมาณร้อยละ 10 (Kaplan and Rodrik, 2002)
- การลดอัตราดอกเบี้ยและใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายลงทันทีที่บังคับใช้มาตรการ
- การใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัวต่อเนื่องมาจากต้นปี 1998 เพื่อกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจ
- การปฏิรูปภาคการเงินและภาคเอกชน ซึ่งเริ่มต้นมาตั้งแต่ต้นปี 1998 เพื่อขจัดความอ่อนแอในสถาบันการเงินและศักยภาพในการจัดการความเสี่ยงในระบบธนาคารพาณิชย์ หลักการคือ การเพิ่มความเข้มงวดในการกำกับดูแลสถาบันการเงินและปรับปรุงกฎกติกาที่ใช้ในการกำกับดูแล รวมทั้งดูแลความเสี่ยงที่เกิดจากตลาด ความเสี่ยงในการปล่อยกู้ และความเสี่ยงนอกงบดุล (Off-balance-sheet Risk) ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับธุรกรรมในบัญชีทุน
- การอำนวยความสะดวกด้านสินเชื่อในการซื้ออสังหาริมทรัพย์และหลักทรัพย์ เพื่อเพิ่มแรงซื้อจากประชาชนในประเทศ ตัวอย่างเช่น รัฐบาลสนับสนุนให้ลูกจ้างสามารถนำอสังหาริมทรัพย์มาจำนองเป็นครั้งที่สองเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ณ อัตราดอกเบี้ยระดับต่ำกว่าปกติ

น่าสนใจว่า การหลบเลี่ยงมาตรการไม่ได้มีบทกำหนดโทษอย่างชัดเจน แต่ธนาคารกลางมีหน้าที่ในการกำกับควบคุมดูแลธุรกรรมต่างๆ ของระบบธนาคารพาณิชย์อย่างใกล้ชิด ในหลายกรณีธนาคารกลางต้องใช้วิธีการโน้มน้าวใจเพื่อบังคับใช้มาตรการ ไม่ได้ใช้อำนาจเด็ดขาดแต่อย่างใด

ตารางที่ 12: พัฒนาการของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของประเทศมาเลเซีย

มาตรการ	เหตุผลแรงจูงใจ
4 สิงหาคม 1997	
<p>จำกัดบทบาทของธนาคารพาณิชย์ในการทำธุรกรรม SWAP ในสกุลเงินริงกิตที่ไม่เกี่ยวข้องกับการค้า เช่น การขายสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า (forward) การซื้อเงินริงกิตโดยลูกค้าชาวต่างชาติ โดยกำหนดให้ธุรกรรมมีมูลค่าไม่เกิน 2 ล้านดอลลาร์ต่อลูกค้าชาวต่างชาติ 1 ราย ทั้งนี้ไม่ได้บังคับใช้กับธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการค้าระหว่างประเทศของลูกค้าชาวต่างชาติ และไม่ได้บังคับใช้กับการลงทุนในสินทรัพย์และการลงทุนโดยตรงที่แท้จริง</p>	<p>เพื่อลดความสัมพันธ์ระหว่างตลาดเงินในประเทศและตลาดเงินนอกประเทศ และลดแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยในประเทศที่อยู่ในทิศทางขาขึ้น</p>
1 กันยายน 1998: มาตรการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตรา(Exchange Control) ถูกบังคับใช้ โดยมีรายการดังต่อไปนี้	
<ol style="list-style-type: none"> 1. ประกาศห้ามโอนเงินจากบัญชีเงินริงกิตในต่างประเทศเข้ามาในประเทศ ยกเว้นเข้ามาลงทุนในมาเลเซียหรือซื้อสินค้าจากมาเลเซีย โดยให้ผู้ถือเงินริงกิตในตลาดเงินนอกประเทศโอนเงิน(ฝาก)ริงกิตกลับเข้ามาในประเทศทั้งหมดภายใน 1 ตุลาคม 1998 รวมถึงผู้มีเงินฝากเป็นริงกิตอยู่ในธนาคารพาณิชย์ในต่างประเทศ โดยธุรกรรมโอนเงินระหว่างบัญชีที่อยู่ภายนอกประเทศต้องได้รับความเห็นชอบจากธนาคารกลาง (เดิมสามารถทำได้อย่างเสรี) และธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุญาตให้ดำเนินการในตลาดนอกประเทศถูกห้ามมิให้ค้าขายสินทรัพย์ในสกุลเงินริงกิต (เดิมได้รับอนุญาตให้ดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด) ทั้งนี้ ตราสารในสกุลเงินริงกิต (Large-denomination Ringgit Notes) ยังถูกทำให้เสื่อมค่าและนำออกจากระบบเพื่อทำให้การไหลเวียนของเงินริงกิตนอกมาเลเซียยากลำบากขึ้น 2. อนุญาตให้นักท่องเที่ยวที่พำนักและมีได้พำนักอยู่ในมาเลเซียซื้อหรือขายเงินริงกิตได้ในจำนวนจำกัด (จากเดิมที่ไม่มีขีดจำกัด) โดยบังคับใช้ตั้งแต่ 1 ตุลาคม 1999 3. ห้ามธนาคารพาณิชย์ในประเทศให้สินเชื่อในสกุลเงินริงกิตแก่สาขา หรือ ธนาคารพาณิชย์คู่ค้าในต่างประเทศ และบริษัทนายหน้าค้าหุ้น(เดิมอนุญาตให้ดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด) กล่าวคือ ห้ามไม่ให้สินเชื่อเป็นเงินริงกิตกับชาวต่างชาติ 4. ห้ามผู้พักอาศัยในประเทศรับสินเชื่อจากผู้มีได้พำนักในประเทศ(เดิมอนุญาตให้ดำเนินการได้อย่างมีข้อจำกัด) 5. กำหนดให้ธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการค้าทุกประเภทต้องใช้เงินตราต่างประเทศ กล่าวคือ การส่งออกและการนำเข้าทั้งหมดต้องซื้อขายในสกุลเงินตราต่างประเทศ นอกจากสถาบันเงินฝากที่ได้รับอนุญาตบางแห่งเท่านั้นที่สามารถดำเนินธุรกรรมเป็นเงินสกุลริงกิตได้ นอกจากนี้ ยังให้ผู้ส่งออกต้องแลกเปลี่ยนตราต่างประเทศที่ได้ 	<ul style="list-style-type: none"> - ยกเลิกตลาดเงินริงกิตในต่างประเทศ เพื่อไม่ให้นักลงทุนต่างประเทศโจมตีค่าเงินริงกิตให้อ่อนลง โดยใช้เงินริงกิตในตลาดต่างประเทศไปซื้อเงินเหรียญสหรัฐ รวมทั้ง เพื่อจำกัดเงินริงกิตที่อยู่ในมือของนักเก็งกำไรใน กล่าวโดยสรุป เป็นการตัดตอนการเข้าถึงเงินริงกิตโดยคนต่างชาติ - ป้องกันค่าเงินริงกิตและเพิ่มทุนสำรองระหว่างประเทศ

<p>จากการส่งออกภายในเวลา 6 เดือนนับจากวันส่งออก</p> <p>6. ห้ามมิให้ธนาคารพาณิชย์สัญชาติมาเลเซียทำธุรกรรมเสนอขายสัญญา SWAP แก่ธนาคารพาณิชย์ที่มีได้พำนักในประเทศ และห้ามมิให้มีส่วนเกี่ยวข้องในการทำธุรกรรมซื้อคืน/ขายคืนที่มีหลักทรัพย์ในสกุลเงินริงกิตเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันกับธนาคารพาณิชย์ที่มีได้พำนักในประเทศ</p> <p>7. การทำธุรกรรมซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินในสกุลริงกิตสามารถทำได้ผ่านสถาบันรับฝากเงินที่ได้รับการอนุมัติเท่านั้น</p> <p>8. ปิดตลาดหุ้นมาเลเซียที่สิงคโปร์ซึ่งดำเนินการผ่าน CLOB (Central Limit Order Book) โดยปรีชาด้วยการออกกฎบังคับให้หุ้นมาเลเซียทุกตัวต้องมาจดทะเบียนในตลาดหุ้นที่กัวลาลัมเปอร์ และ กำหนดกฎเกณฑ์ว่าด้วยธุรกรรมการลงทุนในสินทรัพย์</p>	
<p>1 กันยายน 1998: การควบคุมเงินไหลออกโดยตรง และมาตรการเสริมอื่นๆ ถูกบังคับใช้ โดยมีรายการดังต่อไปนี้</p>	
<ol style="list-style-type: none"> 1. ผู้มีได้พำนักในประเทศต้องได้รับการอนุญาตก่อนที่จะแลกเปลี่ยนเงินริงกิตในบัญชีนอกประเทศกลับเป็นเงินตราต่างประเทศ โดยยกเว้นการซื้อสินทรัพย์ในสกุลริงกิต (แต่เดิมไม่เคยมีมาตรการทำนองนี้) 2. ใช้มาตรการการบังคับไม่ให้เงินลงทุนออกนอกประเทศก่อน 12 เดือน (มาตรการ 'รอ 12 เดือน') โดยห้ามผู้มีได้พำนักในประเทศที่นำเงินมาลงทุนในสินทรัพย์ในประเทศนำเงินลงทุนออกนอกประเทศก่อนเวลา 12 เดือน แต่อนุญาตให้นำอัตราดอกเบี้ย เงินปันผล ค่าคอมมิชชัน ส่งกลับประเทศได้ (แต่ห้ามส่งเงินต้นกลับประเทศ) เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาเงินทุนแห่ไหลออกพร้อมกันในช่วงวิกฤต ยกเว้น FDI ต่อมา มาตรการดังกล่าวถูกยกเลิกโดยใช้ภาษีขาออกที่อิงระบบตลาด (Market-based System of Exit Levies) แทน 3. ให้ชาวมาเลเซียต้องขออนุญาตก่อนนำเงินไปลงทุนต่างประเทศไม่ว่าในรูปแบบใดก็ตาม หากมีปริมาณเงินลงทุนสูงกว่าที่กฎหมายกำหนด 4. มีการจำกัดวงเงินในการส่งออกเงินตราต่างประเทศโดยผู้พำนักในประเทศและการนำเข้าเงินตราต่างประเทศของผู้มีได้พำนักในประเทศมายังมาเลเซีย (แต่เดิมการส่งออกเงินตราต่างประเทศต้องการเพียงความเห็นชอบโดยไม่มีข้อจำกัดเรื่องวงเงิน) 	<ul style="list-style-type: none"> - เพื่อป้องกันเงินทุนไหลออกขนาดใหญ่โดยผู้ที่พำนักและมีได้พำนักในประเทศ - เพื่อแยกการดำเนินนโยบายการเงินออกจากตลาดแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ - สร้างอุปสรรคสำหรับเงินทุนไหลออก
<p>15 กุมภาพันธ์ 1999 การปรับเปลี่ยนมาตรการเป็นการควบคุมโดยอ้อมผ่านระบบตลาดมากขึ้น โดยมาตรการดังต่อไปนี้</p>	
<ol style="list-style-type: none"> 1. ใช้ระบบการเก็บภาษีขาออกแบบเป็นลำดับขั้น (Graduated System of Exit Levy) โดยเก็บภาษีกับเงินต้นของการลงทุนที่ต้องการส่งคืนกลับประเทศ โดยเก็บกับเงินลงทุนก่อนหน้า 15 กุมภาพันธ์ 1999 (เงินที่เข้ามาก่อน 15 กุมภาพันธ์ 1998 ไม่ต้องเสียภาษี) ที่ลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ และ เครื่องมือทางการเงินอื่นๆ 	<ul style="list-style-type: none"> - เพื่อสนับสนุนให้นักลงทุนในสินทรัพย์ลงทุนในระยะยาว - เพื่อดึงดูดเงินลงทุนใหม่เข้า

<p>ยกเว้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ อัตราภาษีจะลดลงเมื่อระยะเวลาการลงทุนนานขึ้น เพื่อลดโทษการลงทุนระยะสั้น ทั้งนี้กำหนดอัตราภาษีที่ร้อยละ 30 หากส่งเงินลงทุนกลับภายในระยะเวลา 7 เดือนนับจากวันที่เงินลงทุนเข้าประเทศมาเลเซีย หรือนับจากวันที่ 1 กันยายน 1998 (แล้วแต่ว่าวันใดมาทีหลัง) ร้อยละ 20 หากส่งเงินลงทุนกลับภายในระยะเวลา 7-9 เดือน ร้อยละ 10 สำหรับ 9-12 เดือน และไม่เก็บภาษีขาออกหากส่งเงินลงทุนกลับหลังจากลงทุนในมาเลเซียยาวนานกว่า 12 เดือน ทั้งนี้ไม่เก็บภาษีในส่วนของกำไร ดอกเบี้ย เงินปันผล และรายได้จากค่าเช่า³⁵</p> <p>2. ระบบการเก็บภาษีขาออกแบบเป็นลำดับขั้น โดยเก็บภาษีกับกำไรจากการลงทุนที่เข้ามาลงทุนหลัง 15 กุมภาพันธ์ 1999 โดยเป็นการลงทุนในตราสารทุน ตราสารหนี้ และ เครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ยกเว้นการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ อัตราภาษีจะลดลงเมื่อระยะเวลาการลงทุนนานขึ้น ทั้งนี้กำหนดอัตราภาษีที่ร้อยละ 30 หากส่งเงินลงทุนกลับภายในระยะเวลา 12 เดือนหลังจากเริ่มลงทุน และเก็บภาษีที่ร้อยละ 10 หากส่งกำไรกลับหลังจากลงทุนนานกว่า 12 เดือน โดยทั้งนี้ไม่มี การเก็บภาษีในส่วน of เงินต้น ดอกเบี้ย เงินปันผล และรายได้จากค่าเช่า³⁶</p>	<p>มาในเลเซีย</p> <ul style="list-style-type: none"> - ลดการเคลื่อนย้ายทุนระยะสั้นที่ผันผวน - ทำให้การไหลออกของเงินทุนเป็นไปอย่างราบเรียบมากขึ้น แทนที่การไหลออกขนาดใหญ่หลังครบกำหนดระยะเวลา 12 เดือนตามมาตรการเดิม
<p>18 กุมภาพันธ์ 1999 และ 5 เมษายน 1999</p>	
<p>การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และใน MESDAQ (ตลาดทุนที่ Growth Share และ หุ้นในหมวดเทคโนโลยีจดทะเบียนอยู่) ไม่ถูกเก็บภาษีขาออก</p>	<p>เพื่อคัดการลงทุนที่มีสภาพคล่องต่ำหรือมีลักษณะคล้ายคลึงกับการลงทุนโดยตรงออกจากมาตรการควบคุมทุน</p>

ที่มา: Ariyoshi et al. (2000) และ Epstein, Grabel and Jomo (2004)

³⁵ ภาษีจะถูกเก็บโดยตัวแทนที่ได้รับอนุญาต (Authorized Dealer) และโดยพาณิชย์ชนกิจที่ได้รับอนุญาต (Permitted Merchant Bank) และถูกเก็บในรูปของเงินตราต่างประเทศ เงินที่เก็บได้จะถูกนำไปเก็บไว้ในบัญชีกลางที่ถูกตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราปี 1953 (the Exchange Control Act of 1953) ภาษีจะถูกเก็บเมื่อนักลงทุนต่างชาติแลกเปลี่ยนเงินริงกิตกลับเป็นเงินตราต่างประเทศ และดังนั้นภาษีขาออกจึงไม่เหมือนกับ Capital Gain Tax

³⁶ การแยกเงินลงทุนระหว่าง 2 ช่วงเวลานี้ ธนาคารกลางมาเลเซียบังคับให้ธนาคารพาณิชย์เก็บเงินลงทุนต่างชาติที่เข้ามาหลัง 15 กุมภาพันธ์ 1999 ไว้ในบัญชีพิเศษ (Special External Account) ธนาคารพาณิชย์จะต้องรายงานปริมาณและความเคลื่อนไหวของเงินทุนในบัญชีเหล่านี้ต่อธนาคารกลางมาเลเซีย นอกจากนี้ ธนาคารกลางมาเลเซียยังให้ผู้ประสงค์จะนำเงินออกนอกประเทศต้องส่งเอกสารรายงานเวลาที่ได้นำเงินเข้าและวันที่ประสงค์จะนำเงินออก ตลอดจนรายละเอียดเกี่ยวกับชนิดและลักษณะของการลงทุนที่ได้ลงไป ทั้งนี้เพื่อจะได้สามารถคำนวณภาษีขาออกได้อย่างถูกต้อง

ทั้งนี้จากปี 2000 ถึง 2004 มาเลเซียผ่อนคลายมาตรการควบคุมทุนและการแลกเปลี่ยนเงินตราในด้านต่างๆ ลงโดยลำดับ ทั้งนี้ ณ วันที่ 1 เมษายน 2004 สถานะของมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้าย แสดงอยู่ในตารางที่ 13

ตารางที่ 13: สรุปมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของมาเลเซีย ณ วันที่ 1 เมษายน 2004

มาตรการ	ประเภทของมาตรการ
ผู้พำนักในประเทศได้รับอนุญาตให้ขายสัญญาอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้าแบบ Non-export ในสกุลเงินต่างๆ ให้แก่ตัวแทนที่ได้รับอนุญาตหรือพาณิชย์ธุรกิจที่ได้รับการอนุมัติ ไม่ว่าจะ เป็นธุรกรรมซึ่งมีวัตถุประสงค์ใดก็ตาม แต่สัญญาจะต้องมีธุรกรรมการแลกเปลี่ยนเงินตราเกิดขึ้นจริงในอนาคต	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
ผู้พำนักในประเทศที่มีเงินกู้ในเงินสกุลต่างประเทศได้รับอนุญาตให้ทำธุรกรรมซื้อขาย SWAP กับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ พาณิชย์ธุรกิจที่ได้รับการอนุมัติ และธนาคารพาณิชย์นอกประเทศที่จดทะเบียนในเกาะ Labuan ทั้งนี้จะต้องมีการรักษาสัญญาอย่างมั่นคง	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บุคคลผู้พำนักในประเทศซึ่งมีเงินทุนอยู่ในรูปเงินตราสกุลต่างประเทศ สามารถถือครองบัญชีแบบ Non-export ในตลาดเงินนอกประเทศ โดยไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับยอดบัญชีในแต่ละวัน	การไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์และเงินทุนอื่นๆ
บริษัทที่พำนักในประเทศและมีเงินกู้จากตลาดเงินในประเทศสามารถถือครองบัญชีเงินตราต่างประเทศ แบบ Non-export กับธนาคารในประเทศที่ได้รับการอนุญาต โดยไม่มีข้อจำกัดเกี่ยวกับยอดบัญชีในแต่ละวัน บริษัทที่พำนักในประเทศและไม่มีเงินกู้จากตลาดเงินในประเทศสามารถถือครองบัญชีเงินตราต่างประเทศ แบบ Non-export กับธนาคารนอกประเทศที่ได้รับการอนุญาต ที่เกาะ Labuan โดยมียอดคงค้างในแต่ละคืนไม่เกิน 500,000 ดอลลาร์สหรัฐ หรือเทียบเท่า	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บุคคลผู้พำนักในประเทศได้รับอนุญาตให้เปิดบัญชีในสกุลเงินตราต่างประเทศเพื่ออำนวยความสะดวกด้านการศึกษาและการจ้างงานในต่างประเทศที่ ธนาคารนอกประเทศที่เกาะ Labuan โดยมียอดคงค้างในแต่ละคืนไม่เกิน 150,000 ดอลลาร์สหรัฐ หรือเทียบเท่า จากที่ เคยมีขีดจำกัดที่ 100,000 ดอลลาร์สหรัฐ	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
บุคคลผู้พำนักในประเทศซึ่งมีเงินทุนอยู่ในรูปเงินตราสกุลต่างประเทศ สามารถเลือกลงทุนได้อย่างอิสระในเครื่องมือทางการเงินในสกุลเงินตราต่างประเทศที่เสนอขายโดยธนาคารในประเทศ	การแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศและธนาคาร
ข้อจำกัดของเงินได้จากการส่งออกซึ่งสามารถเก็บไว้ในบัญชีสกุลเงินตราต่างประเทศ ได้รับการขยายจาก 1 - 70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 30 - 70 ล้านดอลลาร์สหรัฐ	การดำเนินการเกี่ยวกับการส่งออก

<p>การออกตราสารหนี้ในสกุลเงินริงกิตโดย Multinational Development Institutions และบริษัทข้ามชาติสามารถทำได้ถ้าได้รับการอนุมัติจาก COFE</p>	<p>การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต</p>
<p>ธนาคารและบริษัทเงินทุนที่ไม่ใช่ธนาคารสามารถปล่อยกู้ในเงินสกุลริงกิตเพื่อการซื้อหรือสร้างอสังหาริมทรัพย์ในมาเลเซีย ยกเว้นที่ดิน</p>	<p>การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต</p>
<p>ข้อจำกัดในการปล่อยกู้ให้แก่ผู้ที่มีได้พำนักในประเทศโดยธนาคารพาณิชย์เพิ่มจาก 200,000 ริงกิต เป็น 10,000,000 ริงกิต ทั้งนี้ ยกเว้นการปล่อยกู้แก่บริษัทนายหน้าค้าหุ้น Custodian Bank และ Correspondent Bank</p>	<p>การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต</p>
<p>ผู้ให้ประกันความเสี่ยงที่ได้รับการอนุญาต และ ผู้ประกันความเสี่ยงของอิสลาม (Takaful Operator) ได้รับการอนุญาตให้ลงทุนในต่างประเทศได้ถึงร้อยละ 5 ของกำไรจากสินทรัพย์ และสามารถลงทุนในกองทุนที่เกี่ยวข้องได้ถึงร้อยละ 10 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ</p>	<p>การไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์และเงินทุนอื่นๆ</p>
<p>Unit Trust Management Companies สามารถลงทุนในต่างประเทศได้เต็มจำนวนเท่ากับมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่เป็นของผู้ที่มีได้พำนักในประเทศ และลงทุนได้ถึงร้อยละ 10 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิที่เป็นของผู้ที่พำนักในประเทศโดยไม่ต้องได้รับการอนุมัติจาก COFE</p>	<p>การไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์และเงินทุนอื่นๆ</p>
<p>ธนาคารกลางมาเลเซียเปิดเสรีการแลกเปลี่ยนเงินตราให้แก่ธนาคารเพื่อการพัฒนาระหว่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ และบริษัทข้ามชาติ โดยให้สามารถออกตราสารหนี้โดยมีริงกิตเป็นสกุลเงินหลักในตลาดการเงินของมาเลเซีย ขนาดของตราสารหนี้ควรมีขนาดใหญ่พอที่จะทำให้ตลาดตราสารหนี้ในประเทศมาเลเซียพัฒนา และระยะเวลาต่ำสุดของตราสารหนี้คือ 3 ปี เงินที่ได้จากการระดมทุนสามารถนำไปใช้ได้ทั้งในมาเลเซียและต่างประเทศ ทั้งนี้ ไม่มีข้อบังคับในการดำรง External Account ในเงินตราสกุลใดก็ตามกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ</p> <p>ธนาคารเพื่อการพัฒนาระหว่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ บริษัทข้ามชาติ และนักลงทุนที่มีได้พำนักในประเทศสามารถทำธุรกรรมซื้อขายอัตราแลกเปลี่ยนล่วงหน้า หรือ SWAP เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการถือเงินสกุลริงกิต รวมทั้งสามารถทำ SWAP อัตราดอกเบี้ยกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศ</p>	<p>การทำธุรกรรมระหว่างประเทศในสกุลเงินริงกิต</p>

ที่มา: Johnson et al. (2006)

8.4 ผลของมาตรการ

เนื้อหาในส่วนนี้จะสำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของมาตรการกำกับและจัดการทุนไหลออก ในประเด็นต่างๆ ดังต่อไปนี้

(1) ผลต่อเงินทุนเคลื่อนย้าย

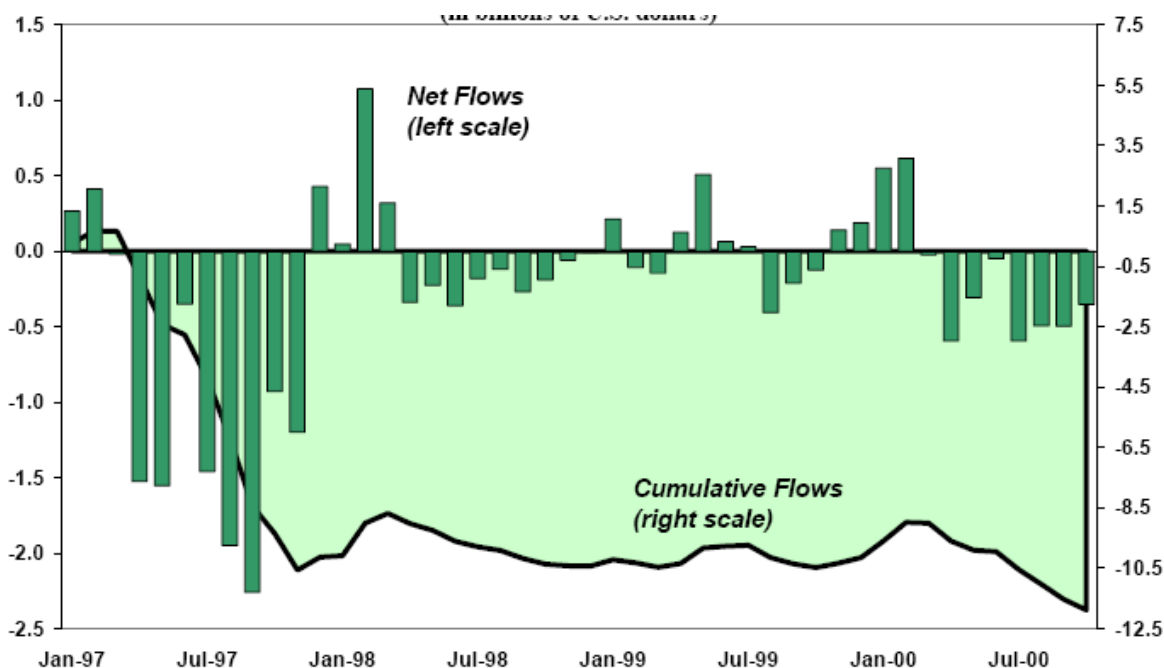
มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกถือว่าประสบความสำเร็จในการควบคุมจัดการเงินทุนไหลออก เพื่อหยุดยั้งภาวะ Capital Flight โดยมาตรการสำคัญที่มีผลต่อความสำเร็จคือ มาตรการ ‘รอ 12 เดือน’ ภาษีเงินทูลขาออก และข้อกำหนดต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนนอกประเทศของผู้พำนักในประเทศ

แผนภาพที่ 6 แสดงถึงกระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ระหว่างปี 1997-2000 จะเห็นได้ว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกถูกนำมาใช้หลังจากที่เศรษฐกิจเผชิญปัญหาเงินทุนไหลออกอย่างมากในช่วงปี 1997 ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการตั้งแต่เดือนสิงหาคม 1997 จนถึงต้นปี 2000 กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์สุทธิมีเสถียรภาพเพิ่มมากขึ้น ภาวะเงินทุนไหลออกอย่างรุนแรงหยุดชะงัก และมีบางเดือนมีเงินทุนไหลเข้าสู่สุทธิ โดยรวมแล้ว กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์แบบสะสม (Cumulative Flows) อยู่ในระดับค่อนข้างคงที่เมื่อเทียบกับช่วงปี 1997 หมายความว่า มาตรการดังกล่าวมีส่วนในการหยุดยั้งภาวะอันตรายของเศรษฐกิจได้

หากพิจารณากระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายโดยแยกเป็นระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว แผนภาพที่ 7 แสดงให้เห็นว่า ภายหลังจากใช้มาตรการในปี 1998 แม้เงินทุนระยะสั้นจะยังไหลออกอย่างต่อเนื่องจนถึงปี 2000 แต่เงินทุนระยะกลางและระยะยาวอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ และมีกระแสเงินลงทุนสุทธิเป็นบวก ทั้งนี้ เงินทุนระยะสั้นเริ่มไหลกลับเข้าประเทศมาเลเซียมากขึ้น โดยลำดับตั้งแต่ปี 2000 เรื่อยมา แต่ยังคงมีระดับเงินทุนเคลื่อนย้ายสุทธิเป็นลบ ข้อมูลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า มาตรการส่งผลกระทบต่อเงินลงทุนระยะกลางและยาวไม่มาก แต่ผลกระทบต่อเงินทุนเคลื่อนย้ายระยะสั้นมีอยู่สูง

แผนภาพที่ 6: กระแสเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (ปี 1997-2000)

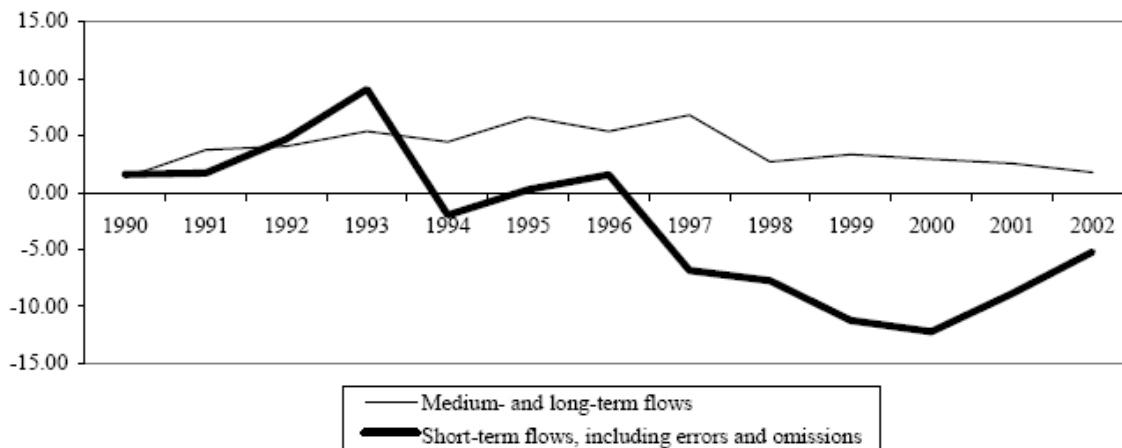
หน่วย: พันล้านเหรียญสหรัฐ



ที่มา: Tamirisa(2004)

Ariyoshi et al. (2000) ชี้ว่า มาตรการควบคุมทุนกระทบ FDI ไตรมาสแรกของปี 1999 ประเทศมาเลเซียได้รับเงินลงทุนโดยตรงที่ได้รับรองโดยรัฐบาล 1.3 พันล้านริงกิต เทียบกับ 12.9 พันล้านริงกิตในช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนหน้า และการลงทุนโดยตรงที่ผูกพันว่าจะเข้ามาใหม่ (Foreign Direct Investment Application) มีมูลค่าลดลงมาอยู่ที่ 991 ล้านริงกิต เทียบกับ 12.7 พันล้านริงกิต และ 14.5 พันล้านริงกิต ในช่วงเวลาเดียวกันของ ปี 1998 และ 1997 ตามลำดับ ทั้งนี้ สาเหตุหนึ่งมาจากความไม่มั่นใจของนักลงทุนเกี่ยวกับมาตรการควบคุมทุนในระยะแรก แม้ว่าการลงทุนโดยตรงจะได้รับยกเว้นจากมาตรการก็ตาม

แผนภาพที่ 7: กระแสเงินทุนสุทธิของประเทศมาเลเซีย แยกตามประเภท (ปี 1990-2002)



ที่มา: Johnson et al. (2006) อ้างจาก Meesook et al. (2001)

(2) ผลต่อแรงกดดันกำไรค่าเงิน

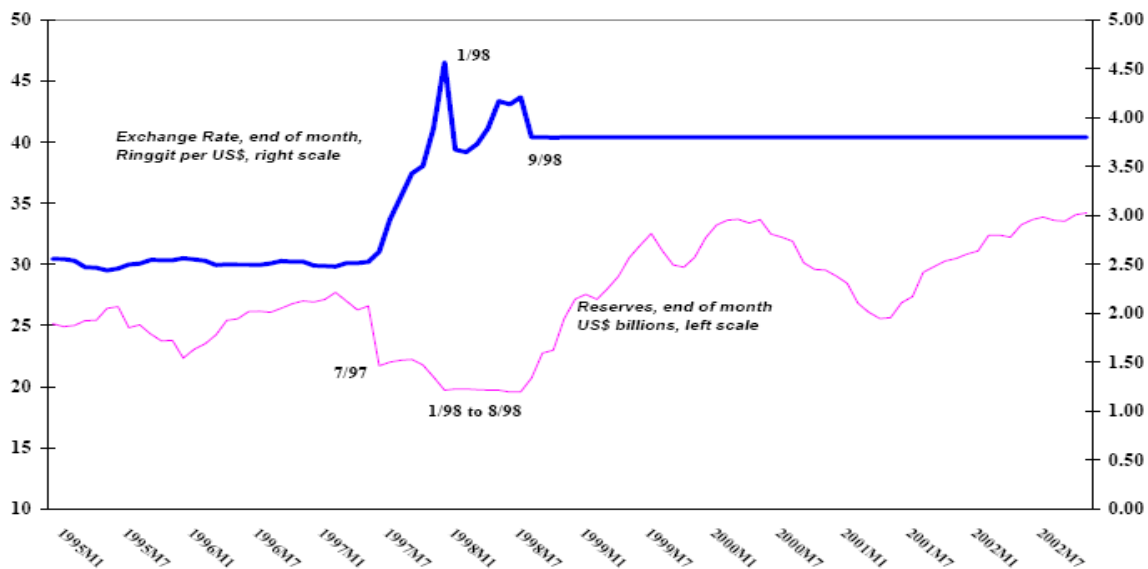
มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกนับว่าประสบความสำเร็จในการลดแรงกดดันจากการเก็งกำไรค่าเงิน อันเป็นผลมาจากการยกเลิกตลาดเงินริงกิตนอกประเทศ การแข่งขันบัญชีเงินริงกิตนอกประเทศ และสร้างข้อจำกัดในการเข้าถึงเงินริงกิตของคนต่างชาติและคนที่ไม่ได้พักอาศัยอยู่ในประเทศ ทำให้นักเก็งกำไรสินทรัพย์ ‘กระสุน’ ในการโจมตีค่าเงิน มาตรการดังกล่าวทำให้การรักษาเงินริงกิตภายใต้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบคงที่ทำได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยเผชิญต้นทุนทางเศรษฐกิจต่ำ

Ariyoshi et al. (2000) เสนอว่า นับตั้งแต่มีการบังคับใช้มาตรการ และใช้ระบบอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ แรงกดดันจากการเก็งกำไรค่าเงินหายไปถึงแม้ว่าจะทางการจะใช้นโยบายการเงินและนโยบายการคลังแบบขยายตัวก็ตาม โดยมีรายงานถึงการหลีกเลี่ยงมาตรการเพียงเล็กน้อย และไม่มีสัญญาณของการออกใบแจ้งราคาสินค้าต่ำกว่าความเป็นจริง (Underinvoice) ในกรณีของการส่งออก และการออกใบแจ้งราคาสินค้าสูงกว่าความเป็นจริง (Overinvoice) ในกรณีของการนำเข้า

แผนภาพที่ 8 แสดงการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซีย จะเห็นได้ว่าหลังจากประเทศไทยลอยตัวค่าเงินบาท ค่าเงินมาเลเซียอ่อนตัวลงอย่างรุนแรงอันเนื่องมาจากแรงเก็งกำไรค่าเงินของนักลงทุน และมีความผันผวนมาก กระทั่งทางการประกาศมาตรการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยน ณ 3.8 ริงกิตต่อเหรียญสหรัฐ ค่าเงินจึงกลับสู่เสถียรภาพ และต้นทุนที่ใช้ในการแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนไม่สูงมาก โดยดูได้จากระดับของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ไม่ได้

ลดลงมาก และโดยเฉลี่ยอยู่ในระดับเดิมก่อนเผชิญวิกฤต และอยู่ในระดับสูงขึ้นกว่าขณะโดนโจมตี
ค่าเงิน

แผนภาพที่ 8: การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศมาเลเซีย (ปี 1995-2002)



(3) ผลต่อตัวแปรด้านเศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ

Ariyoshi et al (2000) ชี้ว่า สถานะด้านเศรษฐกิจมหภาคภายหลังจากบังคับใช้มาตรการตี
ขึ้น กล่าวคือ ดุลการชำระเงินดีขึ้น เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงอ่อนค่าลง กระแสเงินลงทุน
สุทธิในหลักทรัพย์ที่เป็นลบ (เงินไหลออก) อยู่ในภาวะที่ควบคุมได้ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ
เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อัตราดอกเบี้ยในประเทศลดลง แต่อย่างไรก็ดีความเสี่ยงของตราสารหนี้ซึ่ง
สะท้อนอยู่ใน Interest Rate Spread เพิ่มขึ้นในระยะสั้นๆ

นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่ง เช่น Athukorala (2001) ชี้ว่า มาตรการควบคุมทุนของ
มาเลเซียช่วยทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง และทำให้การบริโภคและการลงทุนภายในประเทศสูงขึ้น
โดยอัตราดอกเบี้ยตัวเงินของมาเลเซียค่อยๆ ลดลง นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงยังช่วยจำกัด
การเพิ่มขึ้นของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบธนาคาร Standard & Poors ประมาณว่า หาก
ทางการมาเลเซียไม่ได้ลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงปลายปี 1998 ถึง 1999 ปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิด
รายได้อาจสูงขึ้นเกินร้อยละ 30 ของเงินให้กู้ทั้งหมด (Ariyoshi et al., 2000)

งานศึกษาเชิงประจักษ์หลายชิ้นใช้วิธีการทางเศรษฐมิติเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่าง
มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกต่อตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคต่างๆ เช่น Tamirisa

(2004) ซึ่งใช้ Error Correction Model วิเคราะห์ข้อมูลรายเดือนของมาเลเซียตั้งแต่เดือนมกราคม 1991 ถึงเดือนธันวาคม 2002 พบว่า มาตรการควบคุมทุนไม่มีผลต่ออัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ มาตรการควบคุมการไหลออกของเงินลงทุนในสินทรัพย์ การควบคุมการค้าเงินงานของธนาคารพาณิชย์ และการควบคุมอัตราแลกเปลี่ยน ช่วยลดส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยแท้จริง และทำให้อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศลดลง ในขณะที่มาตรการควบคุมการทำธุรกรรมระหว่างประเทศด้วยสกุลเงินท้องถิ่น และการควบคุมธุรกรรมในตลาดทุน ไม่มีผลที่มีนัยสำคัญต่อส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของมาเลเซีย และอัตราดอกเบี้ยในประเทศของมาเลเซีย

(4) ผลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

Epstein et al. (2004) ชี้ว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกช่วยแยกภาคการเงินออกจากภาคเศรษฐกิจจริง และทำให้ผู้ดำเนินนโยบายมีทางเลือกในการใช้นโยบายการเงินและการคลังขยายตัวในการกระตุ้นเศรษฐกิจ และทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค และงานศึกษาที่สนับสนุนการใช้มาตรการ เช่น Palma (2000) Jomo (2001) Kaplan and Rodrik (2002) Dornbusch (2002) ชี้ให้เห็นว่า ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำและตลาดหุ้นตกต่ำหยุดลงภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการในช่วงสั้นๆ เท่านั้น

Kaplan and Rodrik (2002) วิเคราะห์ผลของมาตรการต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของมาเลเซีย โดยเปรียบเทียบกับประเทศเกาหลีใต้ที่เลือกเส้นทางแก้ปัญหาเศรษฐกิจตามแนวทาง IMF³⁷ พบว่า มาตรการดังกล่าวส่งผลด้านบวกต่อประเทศมาเลเซียในการจัดการกับวิกฤตอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ภาคเศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วกว่า ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน หากเปรียบเทียบผลงานทางเศรษฐกิจของประเทศมาเลเซียและประเทศเกาหลีใต้ มีผลดังนี้

- การเติบโตของผลผลิตอุตสาหกรรม (ของมาเลเซีย) ลดลงน้อยกว่า (ของเกาหลีใต้) ร้อยละ 5.2
- การจ้างงานภาคอุตสาหกรรมลดลงน้อยกว่าร้อยละ 19.1
- อัตราค่าจ้างแท้จริงลดลงน้อยกว่าร้อยละ 10.8
- ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงน้อยกว่าร้อยละ 22.3
- อัตราดอกเบี้ยลดลงมากกว่าร้อยละ 3.9
- อัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงอ่อนค่าลงน้อยกว่าร้อยละ 18.5
- อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นน้อยกว่าร้อยละ 1.8

³⁷ Kaplan and Rodrik (2002) ใช้วิธี Time-shifted Differences-in-differences Technique

เหตุผลที่เศรษฐกิจมาเลเซียฟื้นตัวได้ดีกว่า เนื่องจาก ผลของมาตรการกำกับและจัดการ
ทุนไหลออกถูกส่งผ่านไปยัง 2 ช่องทาง ได้แก่

1. ช่องทางด้านความต้องการใช้จ่าย มาตรการควบคุมทุนทำให้ทางการสามารถใช้นโยบาย
การเงินและนโยบายการคลังแบบขยายตัวได้ โดยเผชิญข้อจำกัดด้านนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบ
ขยายตัวช่วยเพิ่มความต้องการใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจ ทำให้การผลิต การจ้างงาน และรายได้
สูงขึ้น

2. ช่องทางด้านความเชื่อมั่น มาตรการดังกล่าวทำให้ความเชื่อมั่นและเสถียรภาพของระบบ
การเงินกลับคืนมา โดยช่วยบรรเทาภาวะวิกฤตผ่านการแยกตลาดการเงินภายในประเทศออกจาก
ตลาดการเงินภายนอกประเทศและตลาดทุนระหว่างประเทศ

กระนั้น นักเศรษฐศาสตร์หลายคนไม่เชื่อว่า การที่เศรษฐกิจมาเลเซียฟื้นตัวได้ดีกว่าเป็นผล
มาจากมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก เช่น Dornbusch (2001) มองว่า เป็นเพราะ
เศรษฐกิจมาเลเซียไม่ได้เผชิญกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่รุนแรงดังเช่นประเทศอื่นต่างหาก
ความแตกต่างของผลงานการฟื้นเศรษฐกิจสะท้อนความแตกต่างของระดับความรุนแรงของวิกฤต
เศรษฐกิจที่แต่ละประเทศเผชิญ มิใช่เป็นเครื่องชี้ความแตกต่างของแนวทางในการดำเนินนโยบาย

นอกจากนี้ งานศึกษาจำนวนหนึ่ง เช่น Hutchison (2001) หรือจากนักเศรษฐศาสตร์ใน IMF
เช่น Johnson et al. (2006) ได้วิจารณ์งานศึกษาของ Kaplan and Rodrik (2002) ว่าไม่ได้คำนึงถึง
กรณีที่ประเทศมาเลเซียเข้าร่วมโครงการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของ IMF งานศึกษาเหล่านี้
สรุปว่า ถ้าหากมาเลเซียขอความช่วยเหลือจาก IMF วิกฤตการณ์ค่าเงินคงไม่ยืดเยื้อยาวนานถึงเดือน
กันยายน 1998 และเศรษฐกิจจะไม่ประสบปัญหารุนแรงดังที่เป็นอยู่ อีกทั้งยังเสนอว่า การฟื้นตัว
ของเศรษฐกิจมาเลเซียไม่แตกต่างจากประเทศอื่น ๆ ในเอเชีย ไม่มีหลักฐานยืนยันว่าการบังคับใช้
มาตรการทำให้ผลงานทางเศรษฐกิจของมาเลเซียดีกว่า และไม่เชื่อว่ามาตรการทำให้ทางการ
มาเลเซียมีอิสระในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคมากขึ้น โดยให้เหตุผลว่าอัตราดอกเบี้ยที่
ลดลงไม่ได้เป็นผลของนโยบายที่แตกต่าง หากเป็นผลจากทิศทางของอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทั่ว
ภูมิภาค

ปัจจัยที่มีผลต่อการฟื้นตัวของมาเลเซียในสายตาของ Johnson et al. (2006) คือการปฏิรูป
ภาคการเงินและภาคเอกชน ศักยภาพของรัฐ และปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เข้มแข็งในช่วงก่อน
หน้าวิกฤต ซึ่งเป็นปัจจัยที่อยู่นอกเหนือมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออก

แม้ว่า Johnson et al. (2006) จะมองว่าการปฏิรูปเชิงโครงสร้างเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อ
การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของมาเลเซีย ไม่ใช่ใช้นโยบายควบคุมทุน แต่งานศึกษาจำนวนหนึ่ง เห็นว่า
มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกหาได้ไม่มีบทบาทต่อการปฏิรูปเชิงโครงสร้าง ในทาง
กลับกัน มาตรการดังกล่าวมีผลทำให้การปฏิรูปเชิงโครงสร้างทำได้ดีขึ้น เพราะมาตรการช่วย ‘ซื้อ

เวลา’ และ ‘เปิดช่องหายใจ’ ให้ประเทศสามารถดำเนินนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจที่จำเป็นที่พ้นไปจากการจัดการปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้าได้ ตัวอย่างของงานศึกษาประเภทนี้ได้แก่ Ariyoshi et al. (2000), Hood (2001), Epstein, Grabel and Jomo (2004) เป็นต้น Hood (2001) ใช้คำว่า มาตรการควบคุมทุนเป็นเสมือนการทำประกันความเสี่ยงจากปัญหาเศรษฐกิจอันมีที่มาจากความผันผวนทางเศรษฐกิจในอนาคต

(5) ผลต่อตลาดหลักทรัพย์

เมื่อมาตรการแรกใช้ในเดือนกันยายน 1998 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ลดลงร้อยละ 13 มาอยู่ที่จุดต่ำสุดในปี 1998 ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้นจากแรงซื้อของนักลงทุนสถาบัน ซึ่งกำกับโดยรัฐบาล และการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติที่ไม่สามารถนำเงินออกนอกประเทศมาเลเซียได้ รวมถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้เริ่มกลับคืนมา

Jomo (2001) ได้กล่าวถึงบทบาทของมาตรการควบคุมทุนต่อตลาดหุ้น โดยชี้ว่าถึงแม้มาตรการควบคุมทุนจะไม่มีผลโดยตรงต่อดัชนีตลาดหุ้น แต่มาตรการควบคุมทุนทำให้ทางการสามารถดำเนินนโยบายอื่นๆ ได้ เช่น การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนให้คงที่ การใช้นโยบายการเงินแบบขยายตัว ซึ่งส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ภายหลังจากเดือนกันยายน 1998

แผนภาพที่ 9: ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (มิ.ย. 1998 ถึง พ.ค. 1999)



ที่มา: Ariyoshi et al. (2000)

(6) ผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ

ต้นทุนสำคัญของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกคือ การทำลายความเชื่อมั่นในการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งสะท้อนจากอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศถูกปรับลดลงภายหลังจากบังคับใช้มาตรการ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือระหว่างประเทศ เช่น Moody's Investor Service Thompson Bank Watch Fitch IBCA ทำการลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศมาเลเซียลง อันเป็นผลจากความเสียด้านสินเชื่อ (Credit Risk) และความเสี่ยงในระดับประเทศ (Sovereign Risk) เพิ่มขึ้น เนื่องจาก กังวลว่ามาตรการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อระดับการเปิดประเทศของมาเลเซียทางการค้าและการลงทุน ซึ่งเป็นเสาหลักของการพัฒนาเศรษฐกิจมาเลเซียมาโดยตลอด

ประเทศมาเลเซียถูกถอดจากดัชนีหลักที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนระหว่างประเทศภายหลังจากบังคับใช้มาตรการ ดัชนีเหล่านี้ถูกใช้เป็นดัชนีติดตามตลาดหลักทรัพย์ของเศรษฐกิจใหม่และเป็นดัชนีอ้างอิงในการลงทุนของผู้จัดการกองทุน เช่น Investment and Capital Indices ของ IFC ดัชนี MSCI ของ Morgan Stanley และ FT-S&P แต่ทั้งนี้ในปี 2000 ก็ได้รับการนำกลับเข้าดัชนีอีกครั้ง

ในส่วนของเงินลงทุนระยะยาว Athukorala (2001) ได้เสนอผลสำรวจความคิดเห็นเกี่ยวกับผลกระทบของมาตรการควบคุมทุนต่อบริษัทในภาคอุตสาหกรรม ซึ่งสำรวจโดย MIER (Malaysian Institute of Economic Research) ในปี 1999 พบว่า มาตรการควบคุมทุนไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนและดำเนินการของบริษัทท้องถิ่นและต่างชาติ ร้อยละ 85 ของบริษัทเปิดเผยว่าได้วางแผนที่จะลงทุนในประเทศมาเลเซียต่อไปในช่วง 1-3 ปี ข้างหน้า

สำหรับผลกระทบในระยะยาว Johnson et al. (2006) ชี้ว่า จากรายงานประจำปีเรื่องการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศของ UNCTAD พบว่า ประเทศมาเลเซียไม่ได้ถูกลดอันดับลงในแง่การเป็นประเทศที่มีศักยภาพรับการลงทุน โดยตรงระหว่างประเทศ โดยยังอยู่ในอันดับที่ 33-34 จากทุกประเทศทั่วโลก แต่สำหรับอันดับความน่าลงทุน (Capital Attracted) กลับตกลงอย่างมาก จากอันดับ 5-10 ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ มาเป็นอันดับ 70-75 ภายหลังจากวิกฤต

(7) ผลต่อด้านทุนการบริหารจัดการและการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ

Ariyoshi et al. (2000) และ Jomo (2001) ชี้ว่าต้นทุนสำคัญของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกคือ การที่ธนาคารกลางต้องชี้แจงรายละเอียดของมาตรการเพื่อสร้างความเข้าใจแก่ผู้เล่นต่างๆ ในระบบเศรษฐกิจ ขณะที่ฝ่ายนักลงทุนต้องเผชิญต้นทุนที่สูงขึ้น เพราะต้องแสดง

รายละเอียดของธุรกรรมต่อผู้รับผิดชอบ ส่วนธนาคารพาณิชย์ก็มีต้นทุนในการรายงานธุรกรรมทางการเงินแก่ธนาคารกลางที่เข้มข้นขึ้นและถี่บ่อยขึ้น

ต้นทุนอีกประการหนึ่งที่เกิดจากมาตรการคือ การคอร์รัปชัน และการอาศัยช่องว่างเพื่อหลบเลี่ยงมาตรการ Kaplan and Rodrik (2002) มองว่ามาตรการควบคุมทุน ไม่ได้เพิ่มปัญหาคอร์รัปชัน เพราะการบังคับใช้มาตรการเป็นไปอย่างโปร่งใสและมีประสิทธิภาพ ขณะที่ Jomo (2001) เชื่อว่ามาตรการดังกล่าวทำให้ปัญหาระบบพวกพ้องอุปถัมภ์ (Cronyism) รุนแรงขึ้น เพราะหน้าค่างแห่งโอกาสที่ถูกเปิดขึ้นจากมาตรการควบคุมทุนถูกนำไปใช้อย่างผิดๆ โดยกลุ่มผลประโยชน์ทางธุรกิจที่มีเส้นสายทางการเมือง (Political Favouritism) มีกลุ่มผลประโยชน์ที่ได้รับการช่วยเหลือทางการเงินจากรัฐ ตลอดจนการช่วยเหลือให้รวบรวมธุรกิจเพื่อเป็นผู้เล่นสำคัญในตลาดการเงิน Jomo (2001) มองว่ามาตรการควบคุมทุนมีเหตุผลทั้งทางเศรษฐกิจและทางการเมือง โดยประการหลัง มีการเลือกปฏิบัติให้ประโยชน์แก่บริษัทเครือข่ายของผู้มีอำนาจบนต้นทุนสาธารณะ

ในประเด็นนี้ Johnson and Mitton (2003) เห็นเช่นเดียวกันว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนทำให้ระบบพวกพ้องอุปถัมภ์เพิ่มขึ้น โดยศึกษาการกระจายทรัพยากรไปยังบริษัทเครือข่ายการเมือง โดยใช้ข้อมูลระดับบริษัท เพื่อพิสูจน์สมมติฐานว่า (1) บริษัทเครือข่ายการเมืองได้รับผลกระทบในทางลบมากกว่าบริษัททั่วไป ในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เนื่องจาก ความสามารถของรัฐบาลในการให้สิทธิพิเศษและเงินสนับสนุนแก่บริษัทลดลง และ (2) บริษัทเครือข่ายการเมืองได้รับผลประโยชน์มากกว่าบริษัททั่วไป ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการจัดการทุน เพราะบริษัทเครือข่ายการเมืองมีช่องทางแสวงหาประโยชน์จากมาตรการ

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงต้นของวิกฤตการณ์ (เดือนกรกฎาคม 1997 ถึงเดือนสิงหาคม 1998) ร้อยละ 9 ของมูลค่าตลาดที่สูญหายไป 60,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ของบริษัทเครือข่ายการเมืองที่ใกล้ชิดกับนายกรัฐมนตรี ดร.มหาธีร์ โมฮัมหมัด เป็นผลมาจากมูลค่าของเส้นสายที่ลดลง (Decrease in Value of Connection) ในขณะที่ภายหลังจากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนในเดือนกันยายน 1998 บริษัทเครือข่ายการเมืองกลับมีมูลค่าตลาดสูงขึ้น 5,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นผลมาจากมูลค่าของเส้นสายที่เพิ่มขึ้น (Increase in Value of Connection) คิดเป็นร้อยละ 32³⁸

นอกจากนี้ Johnson and Mitton (2003) ยังแสดงหลักฐานว่าบริษัทเครือข่ายการเมืองที่มีความเกี่ยวข้องกับนายกรัฐมนตรีมีราคาหุ้นลดลงมากกว่าบริษัททั่วไปโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 8.3 ในช่วงต้นของวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ และมีราคาหุ้นสูงขึ้นกว่าบริษัททั่วไปถึงร้อยละ 19.9 ภายหลัง

³⁸ ณ สิ้นเดือนกันยายน 1998 มูลค่าของเส้นสายของบริษัทเครือข่ายการเมืองมีมูลค่าถึงประมาณร้อยละ 17 ของมูลค่าตลาดของบริษัท

จากการบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้าย ทั้งนี้ เนื่องจากความรับรู้ของนักลงทุนต่อบริษัทเครือข่ายการเมือง การที่ช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจราคาหุ้นลดลง เนื่องจาก ตลาดการเงินรับรู้ ว่าวิกฤตการณ์เศรษฐกิจทำให้บริษัทเหล่านั้นไม่ได้รับประโยชน์อย่างที่เคย และตั้งคำถามต่อความสามารถในการปรับตัวรับมือปัญหาเศรษฐกิจ ขณะที่ในช่วงหลังใช้มาตรการ นักลงทุนคาดการณ์ว่า นักการเมืองสามารถใช้อิทธิพลสนับสนุนบริษัทโดยหาประโยชน์จากช่องว่างของมาตรการได้³⁹

ทำนองเดียวกัน Rajan and Zingales (1998) สนับสนุนประเด็นเรื่องมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเพิ่มระดับของระบบพวกพ้องอุปถัมภ์ โดยชี้ว่า มาตรการดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของชุดนโยบายที่ทำให้ระบบทุนนิยมพวกพ้อง (Crony Capitalism) ก้าวเข้ามามีบทบาทมากขึ้น เพราะทำให้ระบบเศรษฐกิจโดดเด่นจากตลาดทุนระหว่างประเทศมากขึ้น ในขณะที่ปริมาณทุนในประเทศมีจำกัด ดังนั้น บริษัทที่จะเข้าถึงแหล่งเงินทุน เช่น การให้สินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์มักเป็นบริษัทที่มีเส้นสายกับนักการเมืองและผู้บริหารระดับสูงของธนาคารพาณิชย์

ฉะนั้น Johnson et al. (2006) ได้ตั้งข้อสังเกตไว้ประการหนึ่งเกี่ยวกับการหาหลักฐานเชิงประจักษ์เพื่อหาความเชื่อมโยงระหว่างมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนกับระบบพวกพ้องอุปถัมภ์ นั่นคือ เทคนิคทางเศรษฐมิติที่ใช้กันในงานวิจัยนั้นไม่สามารถแยกผลจากมาตรการออกจากผลจากเหตุการณ์ที่เกิดในเวลาเดียวกันได้ รวมถึงการนิยามขอบเขตและระดับของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุน เมื่อเป็นเช่นนี้ การวัดสิทธิประโยชน์ที่บริษัทเครือข่ายการเมืองได้รับจริงหลังการบังคับใช้มาตรการจึงทำได้ยาก

³⁹ ตัวอย่างเช่น การให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้บริษัท การให้เงินช่วยเหลือแก่บริษัท การต่ออายุเงินกู้แม้ว่าบริษัทมีปัญหา การสั่งให้รัฐวิสาหกิจเช่นปิโตรนาสอุ้มบริษัทผลิตรถยนต์โปรตอน การที่รัฐควมรวมสถาบันการเงิน 58 แห่งให้เป็นธนาคารขนาดใหญ่ 10 แห่ง การที่รัฐบาลเข้าไปเป็นเจ้าของบริษัท Renong และจ่ายหนี้บางส่วนให้บริษัท

9. บทสรุป

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศไม่ใช่ นโยบายที่ดีที่สุดสำหรับทุกประเทศในทุกเงื่อนไขและทุกสถานการณ์ เมื่อมีการดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศในโลกแห่งความจริงภายใต้ปรากฏการณ์โลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ ผลประโยชน์จากการเปิดเสรีระหว่างประเทศตามที่ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์กระแสหลักทำนายไว้ อาจไม่เกิดขึ้นจริง ในขณะที่ต้นทุนของการใช้นโยบายดังกล่าวกลับเพิ่มสูงขึ้น

‘มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ (Capital Controls)’ เป็นนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกเพื่อ ‘จัดการ’ ทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เพื่อบรรลุเป้าหมายสุดท้ายของการพัฒนาเศรษฐกิจ นั่นคือ เศรษฐกิจที่เติบโต เป็นธรรม มั่นคง และยั่งยืน มาตรการดังกล่าวมีประโยชน์โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมีปัจจัยเชิงสถาบันและพื้นฐานทางเศรษฐกิจยังไม่แข็งแกร่งเพียงพอและถึงพร้อมในการได้คลื่นโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ

ฉะนั้น นอกจากมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะมีลักษณะความเป็น ‘มาตรการชั่วคราว’ สำหรับบังคับใช้ในช่วงเปลี่ยนผ่านจนกว่าประเทศนั้นจะมีความเข้มแข็ง และมีความพร้อมในเชิงสถาบันสำหรับการเปิดเสรีบัญชีทุนอย่างเต็มที่ต่อไปแล้ว หรือบังคับใช้ในช่วงที่เผชิญปัญหาวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ มาตรการดังกล่าวยังมีลักษณะความเป็น ‘มาตรการถาวร’ ในฐานะ ‘ทางออกที่จำเป็น’ ในการใช้ชีวิตอยู่ในกระแสโลกาภิวัตน์เสรีนิยมใหม่ ด้วย เพราะการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศมีธรรมชาติที่เป็นปัญหาโดยตัวของมันเอง และมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายช่วยแก้ปัญหาที่ต้นเหตุได้มากกว่าทางแก้ภายใต้อุดมการณ์เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ ซึ่งต่อให้ตลาดการเงินทำงานได้อย่างสมบูรณ์ ปัญหาที่ยังคงดำรงอยู่ มีพิกัดตั้งคำถามว่ามีทางที่จะทำให้ตลาดทำงานได้อย่างสมบูรณ์ในโลกแห่งความจริงหรือไม่

‘สถาบัน’ หรือ ‘พื้นฐานเศรษฐกิจ’ ที่เข้มแข็งอาจช่วย ‘ลดโอกาส’ ในการเกิดวิกฤตการณ์การเงินหรือ ‘บรรเทา’ ความรุนแรงของวิกฤตการณ์ที่เกิดขึ้น แต่มีอาจ ‘ป้องกัน’ ได้ และไม่ได้จัดการปัญหาที่ต้นเหตุ ทั้งนี้เพราะธรรมชาติแห่งความผันผวนไร้เสถียรภาพ - อันเกิดจากธรรมชาติของการลงทุนและพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุมีผลทางเศรษฐศาสตร์ของนักลงทุน ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจที่มีปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมบูรณ์เป็นปกติธรรมดา - ก็ยังคงดำรงอยู่ รวมถึงปัญหาจากผลลุลูกจากวิกฤตการณ์การเงิน (Contagion effects) ที่รุนแรงขึ้นภายใต้สถาบันแบบเสรีนิยมใหม่

กล่าวโดยสรุป มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายมิได้เป็นเพียงมาตรการระยะสั้นที่มีวัตถุประสงค์เฉพาะหน้าช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ เช่น ทุนไหลออกไม่หยุด หรือเป็นนโยบายชั่วคราวระหว่างทางเท่านั้น แต่มาตรการดังกล่าวยังสามารถบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจระยะยาวได้

ด้วย เช่น ลดความแปรปรวนทางการเงิน เพิ่มสัดส่วนทุนระยะยาวในบัญชีทุน สร้างเสถียรภาพให้ระบบเศรษฐกิจ เป็นต้น ดังที่ประเทศชิลีใช้มาตรการจัดการทุนไหลเข้ายาวนานนับทศวรรษ และยังเป็น ‘ทางเลือก’ หนึ่งในกรณียุทธศาสตร์นโยบายในปัจจุบัน

เอกสารฉบับนี้ศึกษาประสบการณ์ในการนำมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไปบังคับใช้จริงท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจและอุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ โดยศึกษา (1) กรณีของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลเข้าของประเทศชิลีในช่วงทศวรรษ 1990 ซึ่งมีลักษณะของ ‘มาตรการป้องกัน’ ปัญหาที่เกิดจากทุนไหลเข้าจำนวนมากอย่างรวดเร็วในช่วงเศรษฐกิจร้อนแรง จนส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน การส่งออก และภาคเศรษฐกิจจริง และ (2) มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนไหลออกของประเทศมาเลเซียในปี 1998 ซึ่งมีลักษณะของ ‘มาตรการแก้ไข’ ปัญหาที่เกิดจากเงินทุนไหลออกจำนวนมากอย่างรวดเร็วในช่วงวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ จนส่งผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยน และภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างหนัก

จากการศึกษาประสบการณ์ของทั้งสองประเทศจะเห็นว่า การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศไม่ได้ถูกใช้อย่าง ‘สิ้นคิด’ หรือ ‘มั่งงาย’ ดังที่นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่หลายคน ‘ติตรา’ ยามมีประเทศใดประเทศหนึ่งใช้นโยบายเศรษฐกิจที่พ้นไปจากนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ หากแต่มาตรการดังกล่าวมีรายละเอียดมากมายและมีการออกแบบโครงสร้างสิ่งจูงใจของมาตรการอย่างระมัดระวัง เพื่อไม่ให้กระทบเงินทุนระยะยาว ไม่ว่าจะผ่านมาตรการกันสำรองของประเทศชิลี และมาตรการเก็บภาษีขาออกของประเทศมาเลเซีย ซึ่งมีความซับซ้อนในตัวเอง

มาตรการจัดการทุนจึงไม่ได้ ‘ง่าย’ แค่ห้ามทุนไหลเข้า หรือห้ามทุนไหลออก หรือประกาศปิดประเทศไม่ต้อนรับเงินทุนต่างชาติอีกต่อไป เพียงเท่านั้น แต่ประเทศที่บังคับใช้ล้วนไม่ได้ปฏิเสธนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่อย่างสิ้นเชิง แต่ใช้มาตรการดังกล่าวเสริมจากชุดนโยบายพื้นฐานแบบเสรีนิยมใหม่ที่เห็นว่าเป็นประโยชน์ในเวลาที่เหมาะสมและจำเป็น ทั้งนี้เพื่อแก้ไขปัญหาที่เกิดจากนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่บางอย่าง หรือปัญหาที่นโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่แก้ไม่ได้ และแก้ไขปัญหาใน ‘เวลา’ และภายใต้ ‘เงื่อนไข’ ที่การดำเนินนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมชุดเดิมไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้ หรือเป็นตัวสร้างปัญหาเสียเอง

ชุดของนโยบายเศรษฐกิจของประเทศทั้งสอง จึงเป็น ‘ส่วนผสม’ ของนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ และนโยบายเศรษฐกิจทางเลือกที่พ้นไปจากเสรีนิยมใหม่ เป็นการเลือกชุดนโยบายแบบ ‘ทั้งเขาทั้งเรา’ ไม่ใช่ ‘ไม่เขาก็เรา’ จะเห็นว่าประเทศเหล่านี้ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบเสรีนิยมใหม่ไปพร้อมกับการใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้าย ในกรณีของประเทศชิลี ทางกรณียุทธศาสตร์ยังดำเนินนโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ นโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจ พร้อมไปกับมาตรการกันสำรอง ในกรณีของประเทศมาเลเซีย ทางกรณียุทธศาสตร์ยังดำเนินนโยบายเปิดเสรี

การค้า ด้อนรับเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ พร้อมไปกับมาตรการ ‘รอ 12 เดือน’ หรือ นโยบายภาษีขาออก

นอกจากนั้น มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายมิได้ทำงานอย่างเดียวโดด หากเป็นมาตรการหนึ่งในชุดนโยบายทางเศรษฐกิจเพื่อจัดการปัญหาเศรษฐกิจในระยะสั้น เช่น ลดการเก็งกำไรค่าเงิน และนำพาเศรษฐกิจไปถึงเป้าหมายในระยะยาว เช่น เพิ่มสัดส่วนทุนระยะยาว จะเห็นได้ว่า มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนถูกใช้ควบคู่กับนโยบายเศรษฐกิจอื่น เช่น นโยบายอัตราแลกเปลี่ยน นโยบายการเงิน และนโยบายการคลัง ซึ่งนโยบายทั้งหมดในชุดนโยบายส่งผล ‘เสริมกัน’ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของนโยบาย และทำให้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายมีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้น เช่น ในกรณีของมาเลเซีย ใช้การตรึงอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ การยกเลิกตลาดเงินริงกิตภายนอกประเทศ การลดอัตราดอกเบี้ย การใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัว ควบคู่ไปกับมาตรการจัดการทุนไหลออก

ทั้งนี้ มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายจะช่วยเปิดโอกาสให้ประเทศมี ‘ที่ทาง’ หรือ ‘ช่องว่าง’ ที่จะทำการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ (ระยะยาว) ได้ โดยไม่ต้องพะวงกับปัญหาเศรษฐกิจเฉพาะหน้ามากเกินไป การปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจมีส่วนสำคัญต่อความสำเร็จของมาตรการ โดยเฉพาะการปฏิรูปภาคการเงิน เช่น การปฏิรูประบบกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้มาตรการของประเทศชิลีประสบความสำเร็จ

นอกจากการทำงานร่วมกับนโยบายเศรษฐกิจอื่นๆ ที่ส่งผลเสริมกันแล้ว ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดีก็ส่งผลต่อความสำเร็จของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายด้วย เพราะช่วยลดแรงกดดันในการจัดการเงินทุน ในทางกลับกัน มาตรการจัดการทุนที่ประสบความสำเร็จก็ช่วยทำให้ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจของประเทศดีขึ้นด้วย

ตัวอย่างของปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่ดี ที่ส่งผลบวกต่อมาตรการจัดการทุน ได้แก่ สัดส่วนหนี้ระหว่างประเทศต่ำ อัตราเงินเฟ้อต่ำ ฐานะดุลบัญชีเดินสะพัดดี ฐานะการคลังยั่งยืน และมีนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่คงเส้นคงวา

มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศก็เหมือนเช่นนโยบายและมาตรการเศรษฐกิจอื่นๆ ที่มีทั้ง ‘ผลประโยชน์’ และ ‘ต้นทุน’ แม้มาตรการดังกล่าวจะมีปัญหาในบางด้าน เช่น ทำให้ราคาของทุน (Capital Cost) สูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก สร้างต้นทุนในการบริหารจัดการ (Administrative Cost) เปิดช่องให้มีการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ หรือทำลายความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งอาจส่งผลด้านลบอย่างมหาศาลของการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศในอนาคต แต่มาตรการดังกล่าวก็มีผลประโยชน์ต่อภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงินในหลายด้าน เช่น สร้างเสถียรภาพทางการเงิน (Financial Stability) ส่งเสริมเงินทุนต่างประเทศประเภทที่พึงปรารถนา เช่น FDI เพิ่มความเป็นอิสระในการ

ดำเนินนโยบายเศรษฐกิจโดยเฉพาะนโยบายการเงิน ลดความรุนแรงของวิกฤตการณ์การเงิน และทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดีขึ้น

จากการศึกษาประสบการณ์ของทั้งสองประเทศ จะเห็นได้ว่า ความหวาดกลัวของนักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ส่วนใหญ่ต่อมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศจะเป็นความหวาดกลัวที่เกินเลย การประเมินผลประโยชน์สุทธิของมาตรการต่ำกว่าความเป็นจริง

ในด้านผลประโยชน์ของมาตรการ มาตรการดังกล่าวช่วยแก้ปัญหาเศรษฐกิจตามวัตถุประสงค์ของการใช้ได้อย่างประสบความสำเร็จ เช่น การชะลอเงินทุนไหลเข้า และการลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ย และต้นทุนในการทำ Sterilization ในกรณีของประเทศชิลี และการยับยั้งการเก็งกำไรเงินริงกิต การชะลอเงินทุนไหลออก และการลดผลกระทบจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจด้วยการใช้นโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบขยายตัวหลังใช้มาตรการ ในกรณีของประเทศมาเลเซีย

ในด้านต้นทุนของมาตรการ มาตรการดังกล่าวก็ไม่แตกต่างจากมาตรการเศรษฐกิจทุกมาตรการที่มีราคาต้องจ่ายในการบังคับใช้ นักเศรษฐศาสตร์เสรีนิยมใหม่ ‘ไม่ให้ราคา’ มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ เนื่องจากเห็นว่า ราคาที่ต้องจ่ายสูงเกินไป แม้จะช่วยแก้ปัญหาในระยะสั้น แต่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในระยะยาวด้วย เช่น บั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทำให้ในอนาคต ประเทศอาจขาดแคลนเงินทุนต่างประเทศมาใช้ในการพัฒนาเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเข้มแข็งทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน เช่น อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจลดลง ตลาดเงินและตลาดทุนจะไม่มีการพัฒนา เป็นต้น

แต่เมื่อพิจารณาผลลัพธ์ของการดำเนินมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายของทั้งสองประเทศจะเห็นว่า ภาพฝันร้ายในอนาคตดังกล่าว ไม่ได้เกิดขึ้นจริง แม้จะมีปัญหาในการบังคับใช้อยู่บ้างและมักนำมาซึ่ง Shock ทางเศรษฐกิจในระยะสั้น โดยเฉพาะเมื่อเริ่มบังคับใช้ แต่อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจกลับสู่ระดับเดิมและหรือสูงกว่าในเวลาไม่นาน เงินทุนต่างชาติยังคงไหลเข้ามาลงทุนในประเทศที่มีประวัติของการบังคับใช้มาตรการทั้งในส่วนของเงินลงทุนระยะยาวและเงินลงทุนในสินทรัพย์ และไม่ได้ทำลาย ‘โอกาส’ ในอนาคตของเศรษฐกิจใหม่เหล่านั้นลง ตลาดหลักทรัพย์ก็ฟื้นตัวกลับสู่ระดับเดิมและสูงกว่าเดิมหลังจากมาตรการช่วยทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่เสถียรภาพไม่นาน แม้มูลค่าตลาดจะลดลงไปมากเมื่อแรกบังคับใช้มาตรการดังเช่นกรณีของประเทศมาเลเซีย เป็นต้น แต่ตลาดก็ปรับตัวและเรียนรู้ได้

แม้นักเศรษฐศาสตร์จำนวนหนึ่งจะยอม ‘กัดฟัน’ สนับสนุนมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายในบางเงื่อนไขและบางสถานการณ์ก็ตาม แต่ก็มักสนับสนุนเพียงการกำกับควบคุมทุนไหลเข้าเท่านั้น โดยที่ส่วนใหญ่มีความเห็นว่าไม่ควรมีการกำกับควบคุมทุนไหลออกอย่างเด็ดขาด

แต่จากการศึกษาจะเห็นว่า มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายสามารถประสบความสำเร็จได้ทั้งในกรณีที่จัดการทุนไหลเข้าอย่างซึลิ และในกรณีที่จัดการทุนไหลออกอย่างมาเลเซีย

นักเศรษฐศาสตร์ทั่วไปมักมีความเข้าใจผิดว่า หากมาตรการจัดการทุนเคลื่อนย้ายจะทำงานได้ดีในระยะยาวต้องเพิ่มความเข้มแข็งในการควบคุมมากขึ้นเรื่อย ๆ แต่ในความเป็นจริง มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายมีความเป็นพลวัต ที่เปลี่ยนแปลงตามสถานการณ์เศรษฐกิจ เช่น มีการควบคุมอย่างเข้มข้นในช่วงเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจ แต่ผ่อนคลายลงเมื่อสถานการณ์ดีขึ้น

ผู้กำหนดนโยบายต้องมีความสามารถในการเลือกใช้มาตรการควบคุมที่หลากหลายและเปลี่ยนแปลงได้ตามสถานการณ์ มีความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบาย ตัวอย่างของทั้งสองประเทศที่ประสบความสำเร็จ เนื่องจาก ทางการเรียนรู้ปัญหาและปรับตัวได้ค่อนข้างเร็ว ในกรณีของประเทศซึลิมีการปรับมาตรการเพื่ออุดช่องโหว่ของมาตรการหลายครั้ง เช่น ขยายขอบเขตความครอบคลุมของมาตรการ เพื่อลดการแสวงหาส่วนเกินทางเศรษฐกิจ และความไม่มีประสิทธิภาพของมาตรการ รวมถึงการปรับตัวตามสถานการณ์เศรษฐกิจ เช่น ปรับเปลี่ยนอัตราเงินสำรอง ในกรณีของมาเลเซีย เมื่อใช้มาตรการไปได้ประมาณห้าเดือน มีการปรับเปลี่ยนนโยบายจาก ‘รอ 12 เดือน’ เป็น ‘ภาษีขาออก’ เพื่อให้ ‘ตลาด’ มีบทบาทในการควบคุมทุนมากขึ้น เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพให้กับมาตรการ และสร้างแรงจูงใจในการลงทุนให้แก่นักลงทุน

ไม่มีมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีความสมบูรณ์แบบตั้งแต่แรกเริ่ม หรือหยุดนิ่งคงที่ไม่ไหวติงเมื่อสถานการณ์เศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไป หากมาตรการที่สำเร็จต้องมีพลวัตและปรับเปลี่ยน ‘ขนาด’ และ ‘ทิศทาง’ ของนโยบายได้อย่างเหมาะสม ยืดหยุ่น และสอดคล้องต้องตามสถานการณ์เศรษฐกิจ การเลือกใช้มาตรการในจังหวะเวลาที่เหมาะสมไม่ได้เป็นตัวสะท้อนว่า มาตรการล้มเหลวใช้การไม่ได้

การใช้มาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายยังเป็น ‘เนื้อนาดิน’ ที่สำคัญสำหรับการใช้นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกอื่นๆ โดยเฉพาะนโยบายเศรษฐกิจเพื่อเศรษฐกิจจริง (Real Economy-targeted Economic Policy) เช่น นโยบายส่งเสริมการจ้างงานและการลงทุนที่สร้างงาน นโยบายค่าจ้างเพื่อชีวิต (Living Wages) นโยบายรักษาอัตราแลกเปลี่ยนแท้จริงให้มีเสถียรภาพและแข่งขันได้ (Stable and Competitive Real Exchange Rate – SCRR) เป็นต้น งานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ทางเลือกจำนวนมากชี้ว่า นโยบายเศรษฐกิจทางเลือกเหล่านี้ทำงานได้ดีภายใต้การบังคับใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายในบางระดับควบคู่กันมากกว่าภายใต้สิ่งแวดล้อมของการเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศอย่างเต็มที่

นโยบายเศรษฐกิจเพื่อเศรษฐกิจจริงเหล่านี้เป็นคล้ายดั่ง ‘คู่ตรงข้าม’ กับนโยบายกำหนดเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) ซึ่งเป็นนโยบายรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจหลักใน

ชุดนโยบายเศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่ นิยามของคำว่า ‘เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ’ ในยุคเสรีนิยมใหม่ถูก หดแคบเหลือเพียงเสถียรภาพของระดับราคาสินค้าโดยทั่วไป หรือการรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ใน ระดับต่ำเท่านั้น ทั้งนี้ ‘เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ’ ควรจะหมายถึง การจ้างงานเต็มที่ด้วย ซึ่งเป็นการ สะท้อนภาวะของการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และเป็นพื้นฐานของการมีระดับความ ต้องการใช้จ่ายมวลรวมที่เหมาะสมในระบบเศรษฐกิจ (คนมีงาน มีรายได้ มีการใช้จ่าย เศรษฐกิจก็ เดินหน้า มีการผลิต มีการลงทุน)

นโยบายเศรษฐกิจภายใต้อุดมการณ์เสรีนิยมใหม่ให้ความสำคัญกับเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ ต่ำเป็นหลัก เนือเป้าหมายการจ้างงานและสร้างงานให้คนมีงานทำ เนื่องจาก ภาวะที่มีคนว่างงาน ในระบบเศรษฐกิจ ทำให้อำนาจต่อรองของแรงงานลดลง ซึ่งสอดคล้องกับโครงสร้างผลประโยชน์ แบบเสรีนิยมใหม่

เช่นนี้แล้ว มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายเปิด ‘ที่ทาง’ และ ‘ช่องว่าง’ ให้ ประเทศดำเนินนโยบายเศรษฐกิจแบบขยายตัวเพื่อเสริมสร้างเศรษฐกิจจริง โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้าง งาน เพิ่มค่าจ้าง สร้างรายได้ ให้มากขึ้นและเป็นอิสระขึ้น แต่ขณะเดียวกันก็ส่งผลกระทบต่อตัวแปร เศรษฐกิจมหภาคอื่นๆ เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน ลดน้อยลง อันเป็นผลมาจากการจัดการ เงินทุนเคลื่อนย้าย ทางความสามารถดำเนินนโยบายการเงินขยายตัว เช่น ลดอัตราดอกเบี้ย หรือเพิ่ม ปริมาณเงิน โดยไม่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนอ่อนค่าลงมาก และสถานะของดุลบัญชีชำระเงิน ไม่เจอ แรงกดดันให้ปรับตัวลดลงมาก

กล่าวโดยสรุป มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายเป็นหนึ่งในนโยบายเศรษฐกิจ ทางเลือกที่ควรใช้ร่วมกับนโยบายเศรษฐกิจเพื่อเศรษฐกิจจริงต่างๆ เพื่อนำเศรษฐกิจขึ้นจากหล่ม ‘อคติในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจมหภาคแบบเข้มงวด’ ซึ่งถูกทำให้เป็น ‘สถาบัน’ ภายใต้ กระแสโลกาภิวัตน์และอุดมการณ์เศรษฐกิจเสรีนิยมใหม่

งานศึกษาชิ้นนี้พยายามนำเสนอปรัชญาและเหตุผล แนวคิด เนื้อหารายละเอียด ประเด็น โต้เถียง และประสบการณ์ของมาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้าย เพื่อเป็น ‘องค์ความรู้’ ขึ้น พื้นฐานในการทำความเข้าใจมาตรการดังกล่าวต่อไปในฐานะหนึ่งในนโยบายเศรษฐกิจทางเลือก

ในส่วนของบทสรุป ได้พยายามนำเสนอ ‘ท่าที’ เพื่อการวิเคราะห์ และ ‘บทเรียน’ ของการ ใช้มาตรการกำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายให้ชัดเจนขึ้น แม้เนื้อหาหลายส่วนจะแทรกอยู่ในตัว เนื้อหาหลักของงานชิ้นเดียวกันนี้แล้ว

หากศึกษาประสบการณ์ในการบังคับใช้มาตรการดังกล่าวจะพบว่า ไม่มีสูตรสำเร็จในการ กำกับและจัดการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศ ทั้งนี้ แต่ละประเทศมีระดับการควบคุมจัดการและ ใช้เทคนิคในการควบคุมจัดการที่แตกต่างกัน การเลือกใช้มาตรการต้องให้สอดคล้องเหมาะสมกับ ‘สถาบัน’ ในประเทศนั้น เช่น ต้องคำนึงถึงระดับการเปิดเสรีตลาดเงิน ประสิทธิภาพของระบบ

ราชการ โครงสร้างพื้นฐานทางการเงิน ประสิทธิภาพในการกำกับและตรวจสอบสถาบันการเงิน
วิธีแห่งประวัติศาสตร์ของการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ รวมถึงต้อง
ผสมผสานมาตรการกำกับและจัดการเงินทุน - ซึ่งควรมีประสิทธิภาพและความยืดหยุ่น ปรับตัว
ได้อย่างเป็นพลวัต สอดคล้องต้องตามสถานการณ์เศรษฐกิจและปิดช่องโหว่ – เข้ากับชุดนโยบาย
เศรษฐกิจอื่นๆ ทั้งนโยบายเสรีนิยมใหม่และนโยบายทางเลือก ได้อย่างลงตัว เพื่อให้เศรษฐกิจของ
ประเทศสามารถใช้ชีวิตอยู่ท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ทางเศรษฐกิจ ได้อย่างยั่งยืน มีประสิทธิภาพ
มั่นคง และมีความเป็นธรรมทางเศรษฐกิจ และมีวิธีแห่งการพัฒนาเศรษฐกิจที่มี ‘ความหมาย’
สำหรับผู้คนในประเทศ

นโยบายเปิดเสรีการเงินระหว่างประเทศ เป็นเพียง ‘วิธีการ’ ไปสู่ ‘เป้าหมาย’ ทางเศรษฐกิจ
ข้างต้นมิใช่หรือ หากใช่เป็น ‘เป้าหมาย’ โดยตัวของมันเองแต่อย่างใดไม่ หากนโยบายเปิดเสรีการเงิน
ระหว่างประเทศเพียงลำพังไม่สามารถส่งมอบเป้าหมายในอุดมคติดังกล่าวได้ เราควรตั้งคำถามและ
แสวงหา ‘วิธีการ’ ใหม่ ปฏิรูป ‘วิธีการ’ เดิม หรือผสมผสาน ‘วิธีการ’ ใหม่และเก่าเข้าด้วยกันหรือใช้
ร่วมกัน

การศึกษาวิเคราะห์เรื่องมาตรการกำกับและจัดการทุนเคลื่อนย้ายถือเป็นส่วนหนึ่งของ
กระบวนการตั้งคำถามและแสวงหาทางออก เพื่อบรรลุ ‘เป้าหมาย’ ทางเศรษฐกิจที่ทำให้ผู้คนใน
เศรษฐกิจอยู่เย็นเป็นสุข

บรรณานุกรม

- Adelman, I. and E. Yeldan (2000). "The Minimum Condition for a Financial Crisis: A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crisis," *World Development* 28(6), pp. 1087-1100.
- Agosin, M. (1994). "Saving and Investment in Latin America," *UNCTAD Discussion Papers* No. 90 (October).
- Agosin, M. and R. Ffrench-Davis (1998). "Managing Capital Inflow in Chile," *Paper for Discussion*. Expert Group Meeting: What have We Learn One Year into the Financial Crisis in Emerging Market Economies?. United Nations.
- Agosin, M. and R. Mayer (2000). "Foreign Investment in Developing Countries: Does it Crowd ni Domestic Investment?," *UNCTAD Discussion Paper Series* No. 146. UNCTAD.
- Aitken, B. and A. Harrison (1999). "Do Domestic Firms Benefit from Foreign Direct Investment: Evidence from Venezuela," *American Economic Review* 89(3), pp.605-618.
- Akyuz, Y. (2006). "From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation" Paper presented at the Carnegie Endowment for International Peace Conference, 14-15 April 2005, Washington DC.
- Ariyoshi, A. et al. (2000). "Capital Controls: Country Experience with Their Use and Liberalization," IMF Occasional Paper Vol. 190. Washington DC: International Monetary Fund.
- Athukorala, P. (2001). *Crisis and Recovery in Malaysia The Role of Capital Control*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Baker, D., G. Epstein, and R. Pollin (eds.) (1998). *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge University Press.
- Benassy, J. (2006). "Employment Targeting," *Paris-Jourdan Sciences Economiques Working Paper* No. 2006-20.
- Bhagawati, J. (1998). "The Capital Myth," *Foreign Affairs* May/June, pp.7-12.

- Blecker, R. (1999). *Taming Global Finance: A Better Architecture for Growth and Equity*. Washington, D.C.: Economic Policy Institute.
- Bowles, S. (2004). *Microeconomics: Behavior, Institutions, and Evolution*. Princeton University Press.
- Bowles, S., R. Edwards, and F. Roosevelt (2005). *Understanding Capitalism*. New York: Oxford University Press.
- Braunstein, E. and G. Epstein (2002). "Bargaining Power and Foreign Direct Investment in China: Can 1.3 Billion Consumers Tame the Multinationals?," *Political Economy Research Institution Working Paper* No. 45. University of Massachusetts Amherst.
- Calvo, G., L. Leiderman, and C. Reinhart (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *IMF Staff Papers*, 40(1), March, pp. 108-151.
- Calvo, G. and E. Mendoza (1996). "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold". *Journal of International Economics* 41 (November), pp.235-264.
- Colander, D. (2005). "The Making of an Economist Redux," *Journal of Economic Perspectives* 19(1), pp. 175-198.
- Crotty, J. and G. Epstein and P. Kelly (1998). "Multinational Corporations in the Neo-liberal Regime," in Baker, D., G. Epstein, and R. Pollin (eds.) (1998). *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge University Press.
- Dornbusch, R. (2001). "Malaysia: Was It Different?," *NBER Working Paper* No. 8325. National Bureau of Economic Research).
- Dooley, M. (1996). "A Survey of the Academic Literature on Controls over International Capital Transactions," *IMF Staff Papers* 43, pp. 639-687.
- Economist, The (2001). *Globalization*. Profile Books Ltd.
- Edwards, S.(1998). "Capital Flow, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences," *NBER Working Paper* No. 6800. National Bureau of Economic Research).
- Edwards, S. (1999a). "How Effective are Capital Controls?," *Journal of Economic Perspectives* 13(4), pp. 65-84.
- Edwards, S. (1999b). "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia," *NBER Working Paper* No. 7233. National Bureau of Economic Research.

- Edwards, S. (2001). "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Countries Different?," *NBER Working Paper* No. 8076.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics.
- Eichengreen, B. (2002). *Financial Crises and What to Do about Them?* New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. and M. Mussa (1998). "Capital Account Liberalization, Theoretical and Empirical Aspects," *IMF Occasional Paper* 172.
- Epstein, G. (2000). "Threat Effects and the Impact of Capital Mobility on Wages and Public Finances: Developing a Research Agenda," *Political Economy Research Institution Working Paper* No.7. University of Massachusetts Amherst.
- Epstein, G. (2002). "Employment-Oriented Central Bank Policy in an Integrated World Economy: A Reform Proposal for South Africa," *Political Economy Research Institution Working Paper* No.39. University of Massachusetts Amherst.
- Epstein, G. (ed.) (2005a). *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Epstein, G. (ed.) (2005b). *Financialization and the World Economy*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Epstein, G. And J. Schor (2002) "Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries," in Banuri, T. and J. Schor (eds.) *Financial Openness and National Autonomy*. Oxford: Clarendon Press, pp. 136-162.
- Epstein, G. and I. Grabel and K.S. Jomo (2004). "Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990s and Lessons for the Future", *G-24 Discussion Paper Series* No.27.
- Epstein, G. and I. Grabel and K.S. Jomo (2005). "Capital Management Techniques in Developing Countries" in Epstein, G. (ed.) (2005a). *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Felix, D. (2003). "The Past as Future? The Contribution of Financial Liberalization to the Current Crisis of Neo-liberalism as a Development Strategy," *Political Economy Research Institution Working Paper* No.69. University of Massachusetts Amherst.
- Ffrench-Davis, R. And H. Reisen (eds.) (1998). *Capital Flows and Investment Performance*. UN/ECLAC Development Center of the OECD.

- Fischer, B. and H. Reisen (1993). *“Liberalizing Capital Flows in Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites and Perspectives,”* Paris: OECD Development Center.
- Fischer, S. (2002). “Financial Crises and Reform of the International Financial System,” *NBER Working Paper* No.9267.
- Frenkel, R. (2004). “Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico.” Paper presented at the G-24 Technical Group Meeting, Washington DC.
- Frenkel, R. (2006). “An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Employment.” *Journal of Post Keynesian Economics* 28(4), pp.573-591.
- Frenkel, R. and L. Taylor. (2006). “Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment.” Working Paper No.19. Department of Economic and Social Affairs (DESA), United States, New York, February 2006.
- Forbes, K.J. (2007). “One Cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms,” *Journal of International Economics* 71(2007), pp. 294-323.
- Gallego, F. and L. Hernández (2003). “Microeconomic effects of capital controls: the Chilean experience during the 1990s,” *International Journal of Finance and Economics* 8(3), pp. 225–253.
- Gallego, F., L. Hernández and K. Schmidt-Hebbel (1999). “Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?,” *Central Bank of Chile Working Papers* No. 59.
- Grabel, I. (1995). “Speculation-Led Economic Development: A Post Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World,” *International Review of Applied Economics* 9(2), pp. 127-149.
- Grilli, V. And G.M. Milesi-Ferretti (1995). “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls,” *IMF Staff Paper* 42, pp. 517-551.
- Gregorio, J.D., S. Edwards, and R. Valdés (2000). “Controls on Capital Inflows: Do they work?,” *NBER Working Paper* No. 7645, National Bureau of Economic Research.
- Gurley, J. and E. Shaw (1967). “Financial Development and Economic Development,” *Economic Development and Cultural Change* 15(3), pp. 257-268.
- Hanson, G. (2001). “Should Countries Promote Foreign Direct Investment?,” *G-24 Discussion Paper Series* No.9.
- Harrison, A. And M. McMillan (2002). “Does Direct Foreign Investment Affect Domestic Firms Credit Constraints?,” *NBER Working Paper* No.8438.

- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Herrera, L.O. and R. Valdés (1999). “The Effect of Capital Controls on Interest Rate Differentials,” *Central Bank of Chile Working Paper No. 50*.
- Hodgson, G. (2006). “What Are Institutions?,” *Journal of Economic Issues* 40(1), pp. 1-25.
- Hood, R. (2001). “Malaysian Capital Controls,” Policy Research Working Paper No. 2536. Poverty Reduction and Economic Management Sector Unit, East Asia and Pacific Region, The World Bank.
- Hutchison, (2001). “A Cure Worse than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs,” *NBER Working Paper No.8305*. National Bureau of Economic Research).
- IMF (2000). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Johnson, S., and T. Mitton(2003). “Cronyism and Capital Controls: Evidence form Malaysia,” *Journal of Financial Economics* 67 (2), pp. 351–382.
- Johnson, S., K. Kochhar, T. Mitton and N. Tamirisa (2006). “Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions,” *IMF Working Paper No.06/51*. International Monetary Fund.
- Jomo, K.S. (ed.) (2001). *Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*. London, Zed Press.
- Kaminsky, G., S. Lizondo and C. Reinhart (1998). “Leading Indicators of Currency Crises,” *IMF Staff Papers* 45(1), pp. 1-48.
- Kaminsky, G. and C. Reinhart (1999). “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *American Economic Review* 89(3), pp.473-500.
- Kaplan, E. and D. Rodrik (2002). “Did the Malaysian Capital Controls Work? in Edwards, S. And J. Frankel (eds.) *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Chicago: University of Chicago Press. pp. 393-441.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Harcourt, Brace.
- Kindleberger, C. (1967). “The Pros and Cons of an International Capital Markets,” *Zeitschrift fur die gesamte Staatswissenschaft*, October, pp. 600-617.
- Krugman, P. (1998). “Open Letter to Mr.Mahathir,” *Fortune* 28 September.
- Laurens, B. and J. Cordoso (1998). “Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile,” *IMF Working Paper* 98/168. International Monetary Fund.

- Le Fort, G. (1999). "The Experience with Capital Controls and Capital Account Regulations in Chile," Paper Prepared for the Working Group on Foreign Capital Flows of the Financial Stability Forum, May 28.
- LeFort V.G. and C. Budenvich (1997). "Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences," *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, VIII. UNCTAD/GDS/MDPB/1, United Nations publication.
- Meesook, K., L.H. Lee, O. Liu, Y. Khatri, N. Tamarisa, M. Moore, and M. Krysl. (2001). "Malaysia: From Crisis to Recovery," IMF Occasional Paper No. 207. International Monetary Fund.
- Milanovic, B. (2003). "The Two Faces of Globalization: Against Globalization as We Know It," *World Development* 31(4), pp. 667-683.
- Miller, M. (1999). "Malaysian Capital Controls a Failure," *Asian Wall Street Journal*, 9 July, pp. A18.
- Morandé, F. (2001). "Exchange Rate Policy in Chile: Recent Experience," Paper for Conference on "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating". International Monetary Fund.
- Muqtada, M. (2003). "Macroeconomic Stability, Growth, and Employment Issues and Considerations Beyond the Washington Consensus," *Employment Paper* 2003/48. International Labour Office.
- Mussa, M. and M. Goldstein (1993). "The Integration of World Capital Markets," In Federal Reserve Bank of Kansas City. *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy*. Kansas City, Mo.: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Obstfeld, M. (1998). "The global capital market: Benefactor or Menace?," *Journal of Economic Perspectives* 12(4), pp. 9-30.
- Ocampo, J. (2002). "Capital-account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries," *UNU/WIDER Discussion Paper* August.
- Osterhammel J. And N. P. Petersson (2005). *Globalization: A Short History*. Princeton: Princeton University Press.
- Palley, T. (1998). "International Finance and Global Deflation: There is an Alternative." in Grieve Smith, J. and Michie, J. (eds.) (1999). *Global Instability and World Economic Governance*. London: Routledge.
- Palma, G. (2000). "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls," *CEPA Working Paper* 2000-17. Center for Economic Policy Analysis, New School University.

- Perkins, D.H. and W.T. Woo (2000). "Malaysia: Adjusting to Deep Integration with the World Economy," in Woo, W.T., J. Sachs, and K. Schwab (Eds.). *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*. Cambridge: MIT Press.
- Pollin, R. (1998). "Can Domestic Expansionary Policy Succeed in a globally Integrated Environment? An Examination of Alternatives," in Baker, D., G. Epstein and R. Pollin (eds.) (1998). *Globalization and Progressive Economic Policy*. Cambridge University Press.
- Pollin, R. (2002). "Living Wages, Poverty, and Basic Needs: Evidence from Santa Monica, California," *Political Economy Research Institute Working Paper* No. 33. University of Massachusetts Amherst.
- Pollin, R. (2005). *Contours of Descent*. London: Verso Press.
- Pollin, Robert, S. Luce, and M. Brenner (1999). *Economic Analysis of the New Orleans Minimum Wage Proposal*. Political Economy Research Institute. University of Massachusetts Amherst.
- Pollin, R., G. Epstein, J. Heintz, and L. Ndikumana (2006). *An Employment-Targeted Economic Program for South Africa*. United Nations Development Programme.
- Rajan, R., and L. Zingales (1998). "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance* 11(3), pp. 40–48.
- Rajaraman, I. (2001). *Capital Account Regimes in India and Malaysia*. National Institute of Public Finance and Policy.
- Razin, O. and S. Collins (1997). "Real Exchange Rate Misalignments and Growth," *NBER Working Paper* No. 6174, November.
- Reisen, H. (1999). "*Policies for Crisis Prevention*". Background Paper to a lecture presented at the Bank of Thailand, 3rd and 4th July.
- Resnick, S. and R. Wolff (2002). *Class Theory and History: Capitalism and Communism in the U.S.S.R.* New York: Routledge.
- Rodrik, D. (1998). "Who Needs Capital Account Convertibility?," in P.B. Kenen (ed.) *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton Essay in International Finance No.207.
- Rodrik, D. (2001). "The Global Governance of Trade As if Development Really Mattered," *Trade and Human Development Series*. New York: UNDP.

- Sen, A. (2002). "How to Judge Globalism?," *The American Prospect* 13 (1), pp. 1-14.
- Shatz, H., and D. Tarr. (2000) "Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience," *Country Economic Department World Bank Working paper* 2289.
- Schmidt-Hebbel, K. (1998) "Chile's Takeoff: Fact, Challenges, Lessons," *Central Bank of Chile Working Paper* No.34.
- Simone, N. and P. Sorsa (1999). "A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s," *IMF Working Paper* WP/99/52. International Monetary Fund.
- Stiglitz, J. (1998). "More Instrument and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus," United Nations University, World Institute for Development Economic Research, WIDER Annual Lectures 2(January), website <http://www.wider.unu.edu/stiglitz.htm>.
- Stiglitz, J. (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York: W.W.Norton & Company, Inc.
- Tamirisa, N. (2004) "Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia," *IMF Working Paper* No. 04/3. International Monetary Fund.
- UNCTAD. (1998). *Trade and Development Report*. Geneva.
- Valdés-Prieto, S. and M. Soto(1998). "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile," *Empirica* 25(2), pp. 133–164.
- Weisbrot, M., D. Baker, E. Kraev, and J. Chen (2001). "The Scorecard on Globalization 1980-2000: Twenty Years of Diminished Progress," *Briefing Paper* Center for Economic and Policy Research.
- Wyplosz, C. (2001). "How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?," *Research program of the Group of 24 conference*.